全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



WILEY

揭秘全球对冲基金的幕后精英

黄金屋

宏观对冲基金顶尖交易者的掘金之道（增订版）

Inside the House of Money

Top Hedge Fund Traders on Profiting in the Global Markets

华章经典·金融投资

STEVEN DROBNY

〔美〕史蒂文·卓布尼 著
郑磊 译

Steven Drobny


机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目　录

推荐序

译者序

前言

第1版前言

第1章　全球宏观对冲基金概述

第2章　全球宏观对冲基金历史

第3章　全球宏观对冲基金的未来

第4章　家族基金管理者

第5章　自营业务交易员

第6章　研究员

第7章　银行司库

第8章　中央银行官员

第9章　网络达人

第10章　场内交易员

第11章　先锋

第12章　商品交易专家

第13章　股票操盘手

第14章　新兴市场专家

第15章　固定收益证券专家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章　货币专家

终篇

附录A　2008年的崩溃

附录B　谁控制着流动性

附录C　为什么全球宏观投资策略是未来的主流发展方向

附录D　寄语投资者：一个关于全球宏观策略的注解

致谢

参考文献

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

熟练投资的社会性目标是打败那些笼罩在我们未来生活之上的时间力量和疏忽。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

一旦我们懂得不完美的理解乃人类本性使然，就没必要耻于犯错，重要的是纠正自己的错误。

——乔治·索罗斯

你之所有，最终让你坠入其中。

——泰勒·杜尔登

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

推荐序

2004年，我在巴塞罗那第一次与史蒂文·卓布尼和安德斯·卓布尼见面。在那次之前，他们邀请我在全球宏观对冲基金会议上做过主题演讲。那时，我对全球宏观对冲基金还只有非常粗浅的了解，但还是高兴地接受了邀请。我并没有意识到，这类活动的主题发言基本上就是一种娱乐方式。毫无疑问，我讲了一大通美利坚帝国行将衰亡，或是关于美国赤字不可持续性，或者由于某些地缘政治危机引发的即将爆发的流动性危机。会议参加者几乎都是清一色的宏观对冲基金经理，他们礼貌地听着，但是在后面的问答环节显示出了毫无掩饰的怀疑态度。即便在下个四年能够见证最伟大的金融改善，他们仍有足够的理由保持怀疑。

这次大会的真正内容当然不是我的餐后演讲，而是第二天开始的以“我喜爱的交易”为主题的同行对话。我怀着不断增长的好奇心听着，一连串的“聪明小子”（这是卓布尼对宏观对冲基金经理的叫法）站起来，精确地解释着如何通过复杂的交易赚取天文数字的收益，以及诸如此类我从未听说过的东西。什么是“掉期”“固定期限掉期价差期权”（steepener）？每个人都在说的“瑞郎”（Swissie）到底是什么呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我在大学里度过了几乎全部的职业生涯，期间除了在英格兰银行工作过一年以外，多年来我一直自负地认为学术界才是最聪明的人的圈子。尽管薪酬不是特别优渥，但是作为学者所得到的愉悦还是足以弥补收入上的不足。当然我也总是担心宏大的理论与实践存在隔阂。我和同事们经常谈到学术圈的小社会和实践中丰富多彩的大世界。很多年来，我一直把自己称为经济史学家，装作非常了解这个金融世界的样子。在参加了卓布尼主办的大会后，我意识到自己近乎一无所知。

那些全球宏观“聪明小子”给我留下的最深刻的印象是，他们从传统经济学中吸取理论精髓并将其应用于实证研究，形成某个特定的交易概念，进而执行交易并获取结果的方式。这通常是社会科学和人性中缺乏的一种方式，将其在实践中运用一年，通常是一个月，就能清晰地看到交易是否成功，是赚钱还是亏损了。

我在巴塞罗那看到的东西给我留下了如此深刻的印象，以至于我心中暗下决心要参加更多这类活动，如果可能的话，更近距离地接触对冲基金管理业务。我认为这是了解经济理论和金融实践之间关系的更好的方法。

史蒂文·卓布尼的这本书因记录了一场非常特殊的金融革命而做出了难以估价的贡献。对冲基金的崛起被认为是过去15～20年里金融市场具有决定意义的结构性变革。未来的历史学者将会感谢卓布尼，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至少是会感谢他记录了本书中提到的那些绝世少见的“聪明小子”的回忆。

尽管这本书写于2004～2006年[1]，离这场大规模次贷危机引发的信用崩溃以及2008～2009年的经济衰退甚远。本书仍值得在今天重读，许多接受采访的基金经理涉足了这场危机，亲身感受了美国金融杠杆的爆炸式发展以及扩大赤字的不可持续的趋势。如果说谁早就洞察到了这次伟大的结构性变革，不仅仅是美国的相对衰落以及东亚和南亚的崛起的话，那就是宏观对冲基金。

西方经济正面临衰退，很多传统金融机构因流动性和偿付能力出现问题而濒临破产，我们正在经历有史以来最动荡的经济时期。波动性又卷土重来了。然而这帮“聪明小子”中最聪明的人，早就看到了这个大趋势并且做了充分的准备，他们确实从中赚到了钱。任何想以他们为榜样的人，都能从史蒂文·卓布尼汇集的这些“聪明小子”的卓越见解中获益匪浅。

尼尔·弗格森（Niall Ferguson）

哈佛商学院威廉·齐格勒讲座教授

哈佛大学劳伦斯A.蒂斯历史学讲座教授

《罗斯柴尔德家族》（The House of Rothschild）和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《金钱纽带》（The Cash Nexus）等系列著作的作者

2008年7月

[1]本书是2009年的增订版。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

在翻译本书之前，我还参与了《市场的霸主：对冲基金世界的超额回报大师》一书的翻译（已由机械工业出版社出版），那本书也是一个基金经理采访集，但内容聚焦在微观对冲基金方面。当华章编辑王颖将这本书的新版寄给我时，我发现正好可以跟微观对冲基金组合，这样就全部覆盖了对冲基金行业，让读者获得了全景认识。

坦率地说，全球宏观对冲基金是发达的金融业的产物，而中国目前仍面对着一个资本项目不开放、资本市场基础薄弱、金融产品种类很少、投资渠道非常有限的境况，讨论全球宏观对冲，还是一个看似相当遥远的话题。

但是，这却是一个让人热血沸腾、激动不已的具有传奇色彩的金融资本领域。为什么这么说呢？因为这是最有挑战性的博弈战场，不仅需要跨领域的金融知识结构，更需要经历失败和挫折沉淀下的智慧精华。对于全球宏观对冲基金经理而言，投资是在时空上没有任何界限、没有任何限制的，问题只在于你能否驾驭多样化、分散化投资的主题和掌控好投资时机。你可以也应该在全球任何地方，在任何时间，投资能给你带来盈利或者起到对冲保值的任何标的物。因此，全球宏观经理人会时刻监察着利率、股票、现金、商品、衍生品、地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产，并关注每一资产类别中的一系列产品。这是一个资本万花筒，是一个万变大世界，你只需要成为那个能点石成金的魔术师。

多头、空头，货币、股票、期权、期货、套利，定向型交易、相对价值型交易、绝对价值型交易，即期、远期、掉期，beta、gamma、vega、CDS、CDO，收益率曲线，夏普比率，所有这些名词术语都显得那么生僻，但是这种情况将不会持续太久。中国正在快速推进利率市场化进程，人民币正在逐步成为国际贸易结算货币，资本项下的开放已经提上了日程。香港作为中国金融最发达、国际化程度最高的区域金融中心，存在全球宏观对冲基金的操作实践和发展空间。有志于在这个专业领域发展的“聪明小子”们，应该及早动手，开始学习和了解相关知识，而这本书提供了该领域大师们的观点和视角，这就是本书的价值所在。全球宏观对冲领域是一座金矿，是一大片摇钱树林，等待着金融天才们去发掘其中的宝藏。

郑磊

2013年7月31日于香港中环

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前言

本书第1版于2006年春出版，很接近那时所谓“伟大的现代化”末期，那是一个低波动性、低利率、收益率扁平、全球股权和资产市场强劲发展的时期，投资者不担心风险。从那以后，我们目睹了这一范式被扫荡一空，极端波动性再次杀回市场。巨大而且发散的利率波动已经成为常态，权益和住房市场多次从高位陡直下跌。全球各国央行和政府都采取了创新的流动性对策和救助行动，提供了货币和财政刺激。这些行动并非是没有代价的，商品价格先暴涨继而被廉价抛售，进一步恶化了政策制定者需应对的复杂的通胀局面。

正如海曼·明斯基曾经观察到的——稳定性似乎孕育了不稳定性。杠杆是在低波动性的平静时期设立的，最终却被自身重力压垮，并受到央行提高利率的推波助澜。大潮退后，很多东西现出了原形，特别是复杂的衍生品（SIV、CDO、CLO等）和房屋抵押领域的创新活动，这些产品在全球范围创造出了庞大的信用贷款。现在大家明白了，房价不可能永远上涨，评估机构、政府、银行、投资者和过度借贷的房主都懊悔不已（关于这方面更多的内容，见“附录A：2008年的崩溃”，作者李R.托马斯三世）。

当热钱抽离之后，本书中很多基金经理的预言成真了。特别是我们已经见识过美元的衰落，自20世纪70年代开始，商品和石油的反弹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就很少见，住房市场繁荣泡沫突然破裂，全球主要的权益市场崩溃了，信贷利差大幅扩大，波动性从历史低位开始反弹。

有争议的是，过度宽松的信贷也是2003～2007年低波动年代的主要推手，而信贷紧缩则导致了2007年和2008年形势尖锐逆转。正如各国央行再次降息去救助投资者，本次周期的下一只靴子还悬在我们头顶上。但是这个过程不可避免地会导致一般通胀、恶性通胀、滞涨还是通缩呢？类似的问题还有，世界将改变由政府继续提供刺激的凯恩斯主义，还是会采取奥地利学派建议的痛苦路线？谚语所说的“世界上总有哪个地方会有牛市”，可能会增强政府干涉、管制，颁布更多的法案。全球化潮流在这个过程中将会被改变吗？投资的影响将会变成什么样？

其他重要的问题也摆在投资者面前：是否新兴经济体将会与发达经济体脱钩？金砖国家和其他国家能否在没有它们最大的客户的帮助下继续保持大幅增长？美国是否将经历日本式的“失去的十年”，一个欧洲式的泥潭，还是另一场大萧条？

2008年，宏观变量已经明显变成了影响投资表现的关键推手。由下而上，关注微观的权益、债券和商品投资者已经遭受了灭顶之灾，而大多数全球宏观基金经理仍能保存投资实力。正是基于此，在探索这个持续动荡的市场方面，全球宏观投资组合管理经理处于特别优越的位置。本书中采访的基金经理向读者提供了一系列广泛的有关全球

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

宏观战略的快照式解说。他们的渊博知识将会对那些想尝试在不确定性不断增加的时代中搏击的投资者很有助益。

对于这一版的修订，我在吉姆·莱特纳那一章增加了第二部分内容。另外还对彼得·席尔这一章做了补充，新增内容来自为卓布尼全球咨询客户提供的资料。最后，增加了两篇由李R.托马斯三世（博士）撰写的附录文章，这也是来自过去两年我们为客户提供的研究项目：第一篇是极有先见之明的有关衍生品导致市场崩溃的文章，题目是“2008年的崩溃”（写于2006年6月），第二篇是“谁控制着流动性”（写于2007年4月）。

史蒂文·卓布尼

曼哈顿比奇，加利福尼亚州

2008年6月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1版前言

在现代生活中，对冲基金无处不在。对冲基金通常让人联想到那些在世界的任何市场上，利用一切可能的投资工具或技巧去捕捉机会以追逐超额收益的投机者形象。那些曾管理着数十亿美元的大型基金经理，如乔治・索罗斯或朱利安・罗伯森，就是因其卓越的投机技巧而举世瞩目。然而，他们也曾被指责犯有攻击发达国家中央银行，以及引发第三世界国家的资本外逃等这样的恶行。

在经历了2000年股票市场的崩溃之后，对冲基金逐渐恢复了本色，事实证明它是一种出色的资产管理工具。当全球大多数投资者遭受着年复一年的亏损时，对冲基金却业绩良好，这引发了机构资金流入这一另类投资工具的浪潮。同时，鉴于对冲基金的高度灵活性与诱人的激励机制等特点，最具有天分的金融专才大规模地汇聚到了纽约华尔街和伦敦金融城的对冲基金。

日益成熟的对冲基金，已经不再仅仅是一项业务。巨大的资金流已经改变了10多年前那种放任自流的状况，对冲基金成长为一个更加规范的行业。对冲基金经理经常采用非常精细和特定的策略，而投资者也不能再容忍长达几年甚至几个月的业绩下滑。高度竞争缩小了不同基金收益的差距，低收益将导致对收取基金管理费用的质疑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管对冲基金业在不断地演进和改变着，但其始终不变的投资策略是追求绝对收益。投资于世界上任何有可能赚钱的市场、资产类别及投资工具，追逐尽可能高的收益，这就是全球宏观投资策略。

全球宏观投资是资金管理中一个相对不为人知且易被误解的领域，但人们对它的兴趣却日渐增强。由于我的公司——卓布尼全球咨询公司，为全球宏观对冲基金提供市场策略方面的建议，并以大多数顶级基金为客户，故我经常被问到一个问题：“什么是全球宏观投资策略？”经典定义是：全球宏观投资策略是一种自主决定的投资风格，为了从宏观经济走势中盈利（通常难以实现），对任何资产类别（股票、固定收益证券、货币和商品）、任何投资工具（现金与衍生品），以及世界上的任何资本市场，进行做多与做空的杠杆交易。

这是一个相当有技术难度的问题。全球宏观投资策略是对冲基金策略中最难定义的，原因很简单——没有精确的定义。如同对冲基金这个术语可以用来描述各种各样的投资风格一样，全球宏观投资策略也不意味着只是一种事物。全球宏观投资策略没有约定限制，也不易用数字或简单的公式来描述；而且，其风格变换已经融入投资策略中，基金经理经常需要依据市场形势在各种各样的投资种类之间买入卖出。即便是专业的对冲基金投资者，也在努力理解全球宏观对冲基金经理们究竟在做什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了帮助我们的咨询客户，我曾努力寻找相关主题的书籍及研究文献，但收获甚微。尽管在过去几年里，无论是对冲基金业务还是获得的资产与经验，都取得了巨大的进步，可公众一谈起对冲基金，还是容易将之与全球宏观投资策略的前辈乔治·索罗斯挂起钩来——这实在令人惊讶。

令人不解的是，全球宏观投资策略的文献奇缺的另一个原因是，事实上全球宏观变量会影响所有的投资策略。当某个证券投资基金增加它的现金头寸，某个捐赠基金投资不动产，或者某个持有股票多头或空头的对冲基金转变为净做股票多头时，它们实际上都是在从事隐含的全球宏观交易，即使它们自己并没有意识到。它们的投资决策将因世界经济、美元、全球股票市场、全球利率、全球增长、地缘政治、能源价格以及大量它们自己也许从未听说过的变量变化而改变。鉴于此，对于投资界来说，对全球宏观全景的深刻理解与把握是极其重要的。

本书将努力填补相关文献在这一领域的空白。由于当前极其缺乏关于全球宏观投资策略的有价值的信息，那么下一步理所当然的是直接与我所认识的、最聪明的全球宏观对冲基金经理们展开对话。受益于我的工作接触渠道之便，我可以动用大量资源来开展这项工作。

与基金从业者进行探讨的最初计划，起初只是为了揭示他们对全球宏观投资策略的理解，但后来发现实际的收获要多得多。我了解到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了该行业最机敏的人是怎样看待风险、投资组合的建构、历史、政治、中央银行、全球化、交易、竞争、投资者、就业、对冲基金业的演变，以及各种其他方面的细节，结果，我的研究项目较原计划的涉及面要更广泛、更深入。

在经过一些初步讨论之后，我开始寻求与更大范围的全球顶级宏观对冲基金经理们进行对话。为了获取最广泛的意见，我采访了那些拥有不同产品交易技能、不同文化背景，以及处理多种产品的经理。我刻意选择那些专注于基本面并进行自主灵活选择的基金经理，而不是那些过于依赖技术模式或计算机驱动交易模型的操盘手，这是因为前者依靠他们自己的判断，能够超越任何技术性分析工具。

结果我发现，很难简单界定这些顶级全球宏观对冲基金经理们实际上在做什么。取而代之的体会是，全球宏观投资策略是应对市场的处理方法，就像科学是探索未知事物的方法一样。在科学领域，处理一个问题可能会存在许多种不同的方法，有些可能会失败，但是几个不寻常的解决途径也可能带来成功。在发展与检验市场假设可行性的过程当中，才可使艺术和天分得以充分展现。

尽管全球宏观对冲基金往往独特怪异，但我发现所有全球宏观对冲基金经理在钻研探究细节之前，都以一种普遍的自上而下的方法来应对市场。正是在钻研探究的过程中，他们逐步将自己与他人区别开来，并表现出各自不同的专长。从某种意义上来说，全球宏观正在向

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球微观演变，当今的基金经理们通过在不同的专长和市场上自由地发挥其微观技能，从而确立了投资优势。

我还发现了这些经理们的其他相似点——他们都热爱所从事的工作，都刻苦努力地工作，而且都极其聪明机敏。然而，尽管他们机智且有主见，但在遇到市场或同事的挑战时，他们似乎仍能保持思想开放、灵活变通。这种承认自身可能犯错的灵活性和主动性，显示了对冲基金经理在限制和切断风险损失方面是多么优秀。当他们做交易时，不管经理们的特定风格是什么，所有全球宏观对冲基金经理的目标都是为投资者及其自身创造风险调整后的超额收益。

直到最后，本书也没有直接回答这个问题——什么是全球宏观策略。然而，本书提供了一些当今最优秀和最聪明的基金从业者看待该领域专业技能的内部视角。希望本书有利于揭开“当今全球宏观对冲基金经理们事实上做些什么”的神秘面纱，同时有助于揭示“为什么在这方面做得优秀的专才是如此凤毛麟角”。如果读者从阅读这些访谈中所学到的，与我在做访谈时学到的一样多，那么我会认为该项研究是成功的。

本书开篇的作者是对冲基金研究公司创建人和董事长约瑟夫·尼古拉斯，自从20世纪80年代起，他就一直从事全球宏观对冲基金投资工作，现在他通过HFR资产管理公司管理着超过40亿美元的对冲基金资产。1992年，他创立了行业依靠的对冲基金数据企业——对冲基金研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究公司（HFR），而且自那时起，他还出版了几本关于对冲基金以及对冲基金投资的著作。

接下来，我简单地重点概述了有关全球宏观对冲基金的一些关键的历史事件，并以此作为背景和视角，为读者阅读后文和理解访谈内容提供帮助。我尽可能展示了全球宏观对冲基金的演变全过程，从它的起源人约翰·梅纳德·凯恩斯到乔治·索罗斯，然后再到未来的竞争加剧和专业化，并将当今全球宏观经理们引向全球微观领域。

最后，我们通过对13位顶级全球宏观基金从业者的访谈，揭秘了“对冲基金操盘的内幕”。每个受访者都提供了关于全球市场的独特视角与体会。这些访谈采访于2004年10月到2005年7月期间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章　全球宏观对冲基金概述

约瑟夫·尼古拉斯（对冲基金研究公司创建人、董事长）

全球宏观策略的投资方法，主要是通过对股票、货币、利率以及商品市场的价格波动进行杠杆押注，来尝试获得尽可能高的正投资收益。这个术语中的“宏观”一词，指的是基金经理尝试利用宏观经济基本原理来识别金融资产价格的市场失衡和错配，而“全球”则是指他们可以全球范围内搜寻这种价格错配的现象。

全球宏观对冲基金可以采用对冲基金的任何策略，具有最广阔的操作空间，可以在任何市场或投资工具上持有仓位。基金经理通常期望持有“下行风险有限和有潜在高收益”的市场头寸，既可以选择高度集中，也可以选择资产组合分散化的基金管理方式。

全球宏观对冲基金交易可被分为两大类——直接的定向型交易和相对价值型交易。定向型交易是指基金经理对一种资产价格的离散波动情况下注，比如做多美元指数或做空日元债券；而相对价值型交易是指通过配对持有一两个类似资产的多头和空头，利用两者之间的相对定价错误盈利，比如在持有新欧洲[1]股票多头的同时做空美国股票，或者在做多29年期德国债券的同时做空30年期德国债券。此外，从发现有利可图的交易来说，全球宏观对冲基金可被分为自主发挥型和系统型。自主发挥型的交易，基金经理主要依据对市场形势的主观

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

感受进行投资；而系统型的交易，是指基金经理采用基于规则的方法或者量化分析进行投资。利润是通过正确预见价格趋势和捕捉差价波动获取。

总的来说，全球宏观基金操盘手通常都在寻找那些不常见的所谓“远离均衡”状态的价格波动。如果价格波动符合“钟形曲线”的正态分布，那么只有当价格波动超过平均值一个标准差以上时，才可以认为市场中出现了投资机会。通常在市场参与者的感觉与实际的经济基本面存在较大偏差时，这种情况才会发生，此时会产生持续的价格趋势或是价差波动。通过正确识别在何时、何地市场偏离其均衡状态最远，全球宏观基金经理就可以投资存在价格偏差的市场，直到失衡现象得到纠正时再退出市场获取回报。传统上，时机选择对全球宏观基金经理意味着一切。由于交易者运用了财务杠杆，无论是收益还是亏损都是巨额的，所以他们通常被媒体描绘成“彻头彻尾的投机者”。

许多全球宏观基金经理认为，全球宏观经济事件和变量将影响所有的投资策略。从这个意义上讲，全球宏观策略的基金经理能够充分发挥广泛授权带来的优势，灵活地从一个市场换到另一个市场，从一个机会转移到另一个机会，利用受委托资产创造出尽可能高的收益。他们认为，利润能够而且应该来源于许多看上去不相关的投资策略，比如持有股票的多头或空头，投资于价值已被低估的证券和其他各种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形式的套利市场。全球宏观基金经理认为，某些投资风格在特定的宏观环境下有利可图，而在其他情况下则无法获利。当许多专家策略因巨额资产受到了限制，而出现流动性不足时，全球宏观基金经理却可以利用这些偶然出现的机会将资金快速投向各种不同风格的投资策略中，获取巨额投资回报。著名的全球宏观对冲基金经理人乔治·索罗斯曾经说过："我不会用一套特定的规则来玩游戏，我会努力去寻找规则的变化。"

总结

全球宏观基金经理的投资范围，并不限定于特定的市场或产品，而且其投资风格并不像其他对冲基金投资策略那样会受到各种条条框框的束缚。这使得风险资产可在全球范围内被有效分配给每个投资机会，而投资者则须充分而全面地权衡投资风险与报酬。尽管基金经理管理的资产规模过大可能会产生过度集中于某种投资风格的问题，就其灵活性、市场的深度和弹性而言，这对宏观对冲基金并不构成障碍。尽管因进行定向杠杆操作而导致损益大幅波动，它们常被称作"冒险的投机者"，然而作为一个整体来看，全球宏观对冲基金已经从市场中获得了丰厚的经风险调整的收益。

从1990年1月到2005年12月，全球宏观基金已经创造了平均15.62%的年化收益率，收益的年化标准差为8.25%。与同时期的标准普尔500

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指数相比，全球宏观对冲基金的平均收益超过投资标准普尔500指数收益500多个基点，而波动性却少了600多个基点。此外，全球宏观对冲基金的收益与股票市场整体表现呈低相关性。自从1990年以来的16年中，有15年全球宏观对冲基金产生了正收益，仅仅在1994年亏损了4.31%（见图1-1）。



图1-1　对冲基金研究公司（HFRI）宏观指数与标准普尔500指数的比较

资料来源：HFR.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑到其相关性、波动性和投资回报的卓越表现，全球宏观对冲基金策略应该对任何投资组合都是有益补充。

[1]新欧洲是相对发达的传统西欧国家而言的其他欧洲国家和地区。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章　全球宏观对冲基金历史

一个世纪以前，约翰·梅纳德·凯恩斯奠定了通向当今全球宏观基金投资风格之路。作为一名经济学家，凯恩斯博学多才。他不仅是现代宏观经济理论之父，而且还为各国政府建言献策，参与布鲁斯伯里（Bloomsbury）文化圈，并协助设计了作为现代全球宏观经济基础架构的世界银行和世界货币基金组织。同时，凯恩斯还是成功的投资家，他以自己掌握的宏观经济理论为工具，在全球市场赚取了大量利润。有人甚至认为凯恩斯是现代全球宏观对冲基金经理的鼻祖。

引用凯恩斯传记的作者罗伯特·斯基德尔斯基的话：“他是经济学家，也是投资家，同时还是艺术的赞助者以及芭蕾舞爱好者，还是个投机者。他是首相的至交好友，是公务员。因此他的生活十分充实。”

凯恩斯用个人账户进行投机，并接受各种投资基金和保险信托的委托进行投资，甚至管理着一个大学捐助基金。每个基金都有着不同的目标、时间期限和授权范围。在他去世时，他留下了巨额的个人遗产，而这主要是他在金融市场上进行投资交易的成果。

凯恩斯的个人投资才能，在剑桥国王学院切斯特捐助基金的运营收益上可见一斑，凯恩斯担任该基金的首席财务官并拥有完全的投资决策权。公开记录显示，1928～1945年，该基金获得了平均每年13.2%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益率，而同时期英国股票指数平均每年亏损0.5%（见图2-1）。如果再考虑其间发生的1929年股票市场崩溃、经济大萧条以及第二次世界大战，这简直是非常令人难以置信的辉煌业绩。

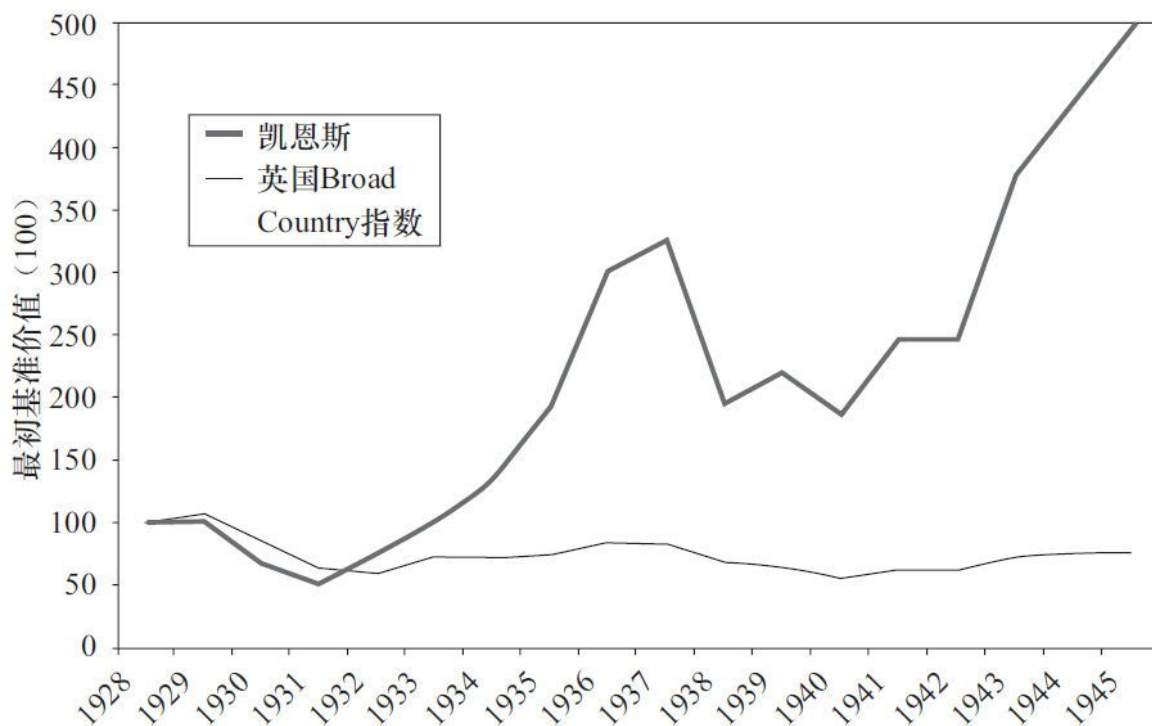


图2-1　剑桥国王学院切斯特基金和英国综合股票指数

资料来源：Motley Fool.

但与其他的伟大的投资者一样，凯恩斯刚开始也曾遭遇种种挫折并从中吸取了许多教训。尽管凯恩斯智力非凡，对市场了如指掌，他一开始也难免遭遇破产。20世纪初，凯恩斯在投资商品市场前，已经成功地操作过货币杠杆投机。然而在1929年商品市场衰退期，凯恩斯因无力追加保证金而被迫平仓止损。经历了1929年的挫折之后，凯恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯转向投资于全球股票市场，取得了巨大成功，但他同时还继续在债券市场和商品市场上进行投机。

斯基德尔斯基补充说："他的投资哲学……随着他的经济理论的演变而改变。他从自己的投资经历中领悟出了许多理论，反过来再用理论修正自己的投资实践。"

凯恩斯对浮动汇率的厌恶（具有讽刺意味的是，浮动汇率恰恰是凯恩斯最初利用的投机工具），最终促使他投身于1945参与了布雷顿森林全球固定汇率制度的建立工作。布雷顿森林体系为第二次世界大战后的经济复苏和随后冷战时期的和平与相对稳定奠定了坚实的基础，并导致了发达国家股票市场从1945年到20世纪70年代初的持续繁荣。在此期间，全球市场上没有比购买和持有股票更佳的投资机会了。直到1971年布雷顿森林体系的解体以及随后美元贬值，资本市场才再次提供了孕育新一代全球宏观对冲基金经理的投资机遇。

政治家和投机者

现代历史中充斥着政治家试图把自己的政策失误归罪于投机者的例子，布雷顿森林体系的解体也不例外。当这一货币体系解体后，尼克松总统将其归罪于"对美元发动全面战争"的投机者。事实上，他的通货膨胀政策被更多地认为是真正的问题所在，而市场投机者不过是问题的表象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像安德鲁斯·卓布尼（卓布尼全球顾问公司）在采访中所描述的一样：

投机者不可能驱动市场，这一点毫无疑问。经济学中关于投机者是市场偏离的“缓冲器”还是“放大器”的争论，是一个没有确定答案的老话题。永远的乐观主义者米尔顿·弗里德曼认为，当发现了异常现象，人们就会追逐，从而限制了异常现象走得更远。我认为，在不同情况下，两者都可能是对的。有时，投机者会增加市场波动性，而有时却能减弱市场波动。最重要的一点是，投机者不会改变市场的总体趋势。与投机相比，政策决定带来的压力驱动市场发生变化。

新一代的全球宏观投资经理

布雷顿森林（固定汇率）体系的解体重新激活了世界金融市场，促使新一代全球宏观基金经理在市场动荡中得以脱颖而出。伴随着汇率的自由浮动，投资决策增添了一个重要的新维度。在汇率波动性被引入市场的同时，新的可交易产品也在快速发展。在布雷顿森林体系解体之前，绝大多数活跃交易都是投资于可交易的证券和实物商品市场。因此，在此背景下产生了全球宏观对冲基金经理的两大流派，并形成了分庭抗礼的局面。

股票流派

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球宏观对冲基金经理的一大流派产生于国际股票交易和投资界。直到1971年，对冲基金还主要投资于股票市场，而对冲基金业在1949年阿尔弗雷德·温斯洛·琼斯创立第一个对冲基金后就已成型了。琼斯的原创模式与现在的绝大多数对冲基金大致一样：通常离岸设立，很大程度上是着眼于规避监管，投资者不超过100人，并且相当一部分资金都来自基金经理自己的腰包，对投资者收取20%的业绩提成。[1]

琼斯交易策略的出发点，就是减轻全球宏观因素在股票筛选过程中造成的影响。琼斯管理着一个多头和空头权重相等的对冲账户，以便尽可能消除市场波动带来的影响（如股票市场的贝塔）。然而，一旦货币的汇率变得自由波动，那么对于国际股票来说，就增添了一个新的不确定风险因素。尽管在全球宏观因素引致的波动中，采用琼斯模型的基金经理试图尽可能保持风险中性，但是国际股票领域中涌现出的全球宏观经理却在追逐这些新的市场机遇。外汇风险被当成一个全新的可交易资产类别，尤其是在投资于外国股票的交易中，已经成为影响业绩表现的一个重要因素。

属于这种流派的宏观基金经理们，例如，乔治·索罗斯、吉姆·罗杰斯、迈克尔·施泰因哈特和朱利安·罗伯森（老虎基金），都非常乐意将汇率波动作为创造财富的机会并对其进行投资。他们早先都是全球多头和空头股票投资中的成功者，因此在全球市场操盘的成功

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经验使得他们在布雷顿森林体系解体之后，可以灵活而迅速地转向投资货币和外国债券。在这种新投资形式形成的初始阶段，宏观基金经理很少能感受到竞争压力。然而，随着时间的流逝，当诱人的利润吸引着更大规模的资金涌入时，这些基金也逐渐需要在更深、更具流动性的市场进行交易，这超出了其股票挑选核心能力。与此同时，由于其他更多基金也跟进采用了同类投资策略，竞争变得益发激烈。

商品流派

全球宏观对冲基金经理的另一流派，是从实物商品和期货交易界发展起来的，集中在芝加哥的交易所。尽管两大流派发源于同一时期，但是商品流派独立于股票流派。

然而，在商品交易中诞生的鼎鼎大名的全球宏观交易员，并不是芝加哥造就出来的，而是从位于新泽西州的最有远见的商品和期货交易公司——普林斯顿商品公司通过学习交易技能而练就出来的。

该公司的创建人海尔穆特·威玛，被许多人称作全球宏观商品流派的开山鼻祖。威玛在麻省理工学院取得了博士学位，是纳比斯科公司的明星级可可粉交易员。为了给交易员提供能专注于应对市场风险而不必为行政管理和其他分散注意力事情困扰的理想环境，威玛与其良师益友——传奇交易员阿莫斯·赫斯泰德，小麦交易员弗兰克·万纳森，以及他以前的老师、诺贝尔奖获得者保罗·萨缪尔森共同创立

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了这家公司。公司管理层对风险承担有着深刻的理解，并且为交易员提供了一个令人难以置信的开放式管理环境，让交易者得以茁壮成长。该公司为许多后来成为知名的全球宏观经理提供了培养机会和启动资金，这些人包括布鲁斯·科夫纳（卡克斯顿基金）、保罗·都德·琼斯（都德投资公司）、路易·培根（摩尔资本公司）、迈克尔·马库斯、格兰维尔·克雷格、埃德·赛科塔、格伦·奥林克、莫瑞·马克维茨以及威莱姆·库依克（布伦海姆资本公司）。

商品公司设立的最初目的，是要尽可能地利用那些可交易的实物商品的优势，这是因为那时交易员的视野与眼界是如此狭窄，每个交易员往往只关注其中的某一类商品市场。但是，随着20世纪70年代和80年代世界贸易的开放，全球宏观经济因素开始对商品市场的价格波动起到更大和更重要的影响作用。习惯了时而出现的极端波动情形、掌握了影响特定市场的宏观经济影响因素，商品公司可以轻易地把业务拓展到货币交易和金融期货交易领域。对于商品公司的交易员来说，只要存在价格的波动性，他们对标的资产就毫不在乎。

普林斯顿商品公司的交易员涉足所有的产品交易，因此他们被称为“通才”。公司的创建人赫斯泰德，从20世纪30年代起一直从事股票、债券和商品交易。商品公司培养的第一个成功的“通才”是胶合板和棉花交易员迈克尔·马库斯和他的年轻助手布鲁斯·科夫纳。后者推动商品公司的交易风格发展成为一个更像全球宏观策略交易的风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格，这意味着要在任何时间和任何地点进行所有产品的交易。他同时也开创了另外一种潮流，那就是离开公司去创立自己的基金。他依靠公司提供的初始资金起家，科夫纳的公司现在已经成为世界上管理资产规模最大的对冲基金管理集团之一。无独有偶，商品公司的其他几个人现在也管理着当今一些最大的对冲基金。他们中的许多人把成功归因于在商品公司学到的有关风险管理、杠杆和交易的经验教训。作为成功的证据之一，在演变成更像是一种复合对冲基金的投资工具之后，1997年商品公司被高盛集团收购，但有许多资金仍然由商品公司原来的交易员管理。

全球宏观对冲基金市场的大事回顾

为了实现本书的目的，我们将介绍全球宏观对冲基金先驱们（比如索罗斯、罗伯森和都德·琼斯）的经历，讨论过去几十年发生在全球宏观对冲基金领域的重大事件。之所以这样做，是因为直到2000年为止，全球宏观对冲基金市场实际上还是被这些基金经理主导着。

全球宏观对冲基金历史中发生的这些重大事件，最有趣的不是全球宏观对冲基金业发生了什么，而是通过思考这些事件，吸取经验教训，并以此来教育当今的全球宏观对冲基金经理。

如今的对冲基金经理，其中有些也是第一代全球宏观对冲基金经理中的一员，他们在随后发生的危机和事件中继续锻炼成长，就像凯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恩斯从1929年的事件中领悟到利用杠杆进行交易的积极与消极效应，并将其融会贯通到随后的交易风格中，最后终成正果。当今的基金经理也经历了1987年股票市场崩溃、1992年英镑危机、1994年债券市场溃败、1997年亚洲金融危机、1998年俄罗斯危机和长期资本管理公司危机以及2000年的网络泡沫（见图2-2）。因此，他们应对市场、控制风险以及管理基金业务的方式，也就包含了在这些重大事件中所吸取的经验教训。

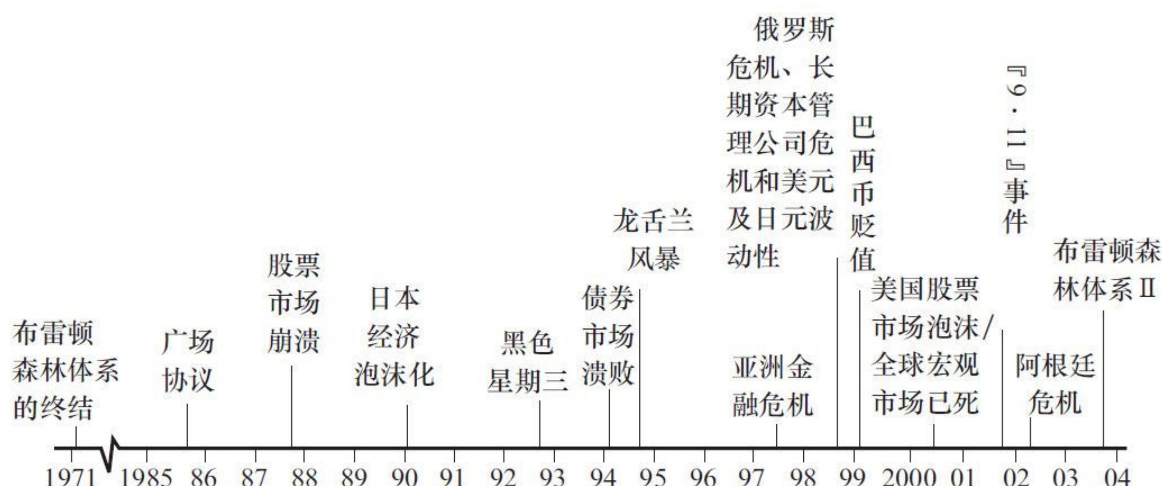


图2-2　自1971年以来重大的全球宏观事件

资料来源：DGA.

1987年股票市场崩溃

在今天看来，1987年股票市场风暴仅仅只是股市历史长河中的一次短暂冲击（见图2-3），各项指标都在两年后得到了全面恢复。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，黑色星期一所带来的紧张与恐慌，给经历过这一事件的交易者留下了难以磨灭的印象。其中最明显的教训是，整个投资界以高昂的学费与代价领会了“什么是流动性风险和厚尾”的概念。就在那天，由于无法筹措到追加保证金，许多基金的投资组合和基金管理业务几乎被完全摧毁了，甚至所谓“投资组合保险”的规避措施都失灵了，因为期货和期权市场在现金市场的冲击下也陷入了一片混乱。

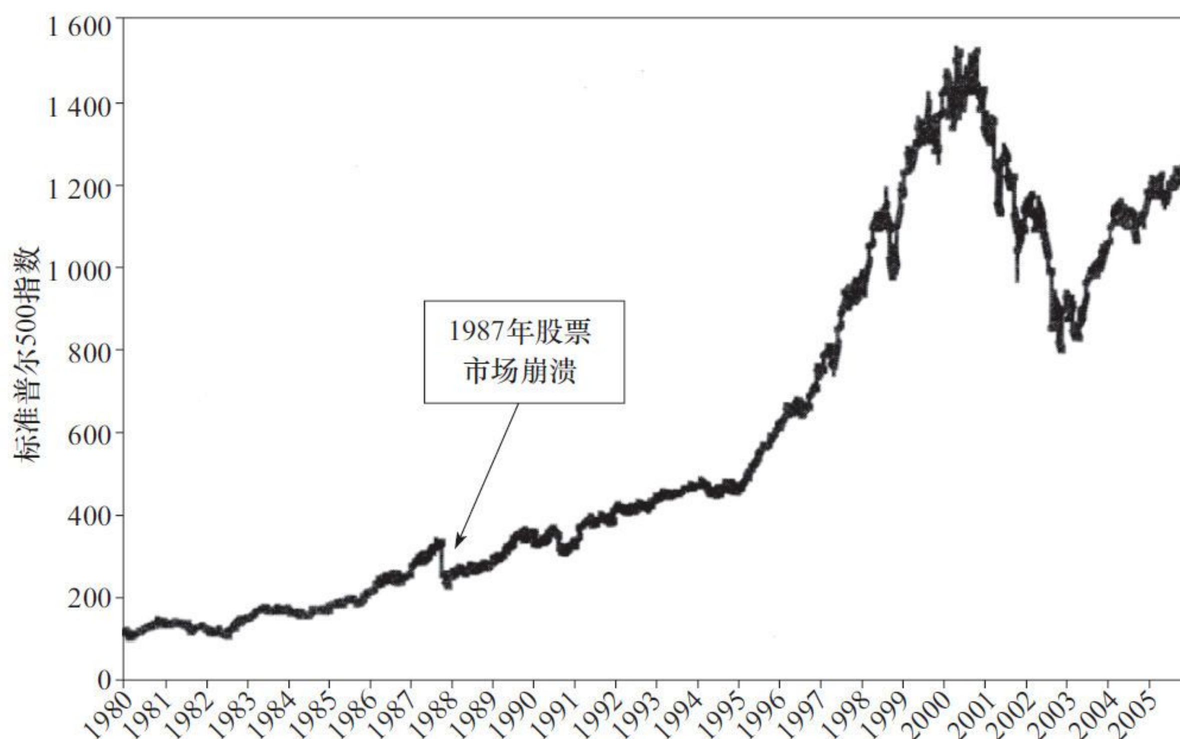


图2-3　标准普尔500指数（1980～2005年）

资料来源：Bloomberg.

厚尾现象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“厚尾现象”是正态分布中的异常现象，指观测到的结果与正态分布理论分布不同。换句话说，极端事件发生的频率比理论预测的频率更频繁。因为人类行为主导着市场，而对各种数据和指标的过于迟钝或过分反应，以及其他市场参与者的跟风，有时会把价格推向极端，这就解释了这类极端事件的合理存在但现实中并不经常发生的原因。

伊拉·哈里斯（普莱西斯交易公司）在本书后面的采访中，描述了那天他在芝加哥商品交易所交易大厅看到的景象：

那是阴森可怕的，你根本不知道情况到底如何。每个人都明显受到了打击，但是你并不知道伤害有多严重。我经历过很多货币贬值和市场崩溃的时刻，但从没有看到那天有那么多人被清算公司扫地出门。交易大厅差不多没人了，交易标准普尔指数后来成了一个很好的投资机会。由于其他人都不做，于是我介入了标准普尔的交易，并开始做市。利润差价达到了让人难以置信的丰厚程度，可以轻松地赚到钱。坦率地说，我乐坏了。

包括乔治·索罗斯在内的股票流派的全球宏观对冲基金经理，在1987年的股市崩溃中遭受了打击。就在那场风暴发生之前，在《财富》杂志刊载的题为“股票价格是不是太高？”的封面报道文章中，索罗斯的回答是否定的。然而几天后，随着股市崩溃，他损失了3亿美元（然而索罗斯基金管理公司当年还是获取了高达14%的收益）。与此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，老虎基金也录得了第一个亏损年（-1.4%），而这发生在《机构投资者》发表那篇声称“老虎基金自从1980年建立以来，平均获得了43%的年均收益”的文章仅仅一年之后，这引发了对冲基金的下一波浪潮。

而商品市场派的全球宏观对冲基金经理却在1987年大发横财。保罗·都德·琼斯因成功识别出1987年股市风暴与1929年大崩溃的技术交易形式之间的相似之处（见图2-4），成功地做空股票市场和做多债券市场，一举奠定了自己在金融界的明星地位。琼斯的都德投资公司在1987年10月就实现了盈利62%，全年收益高达200%。

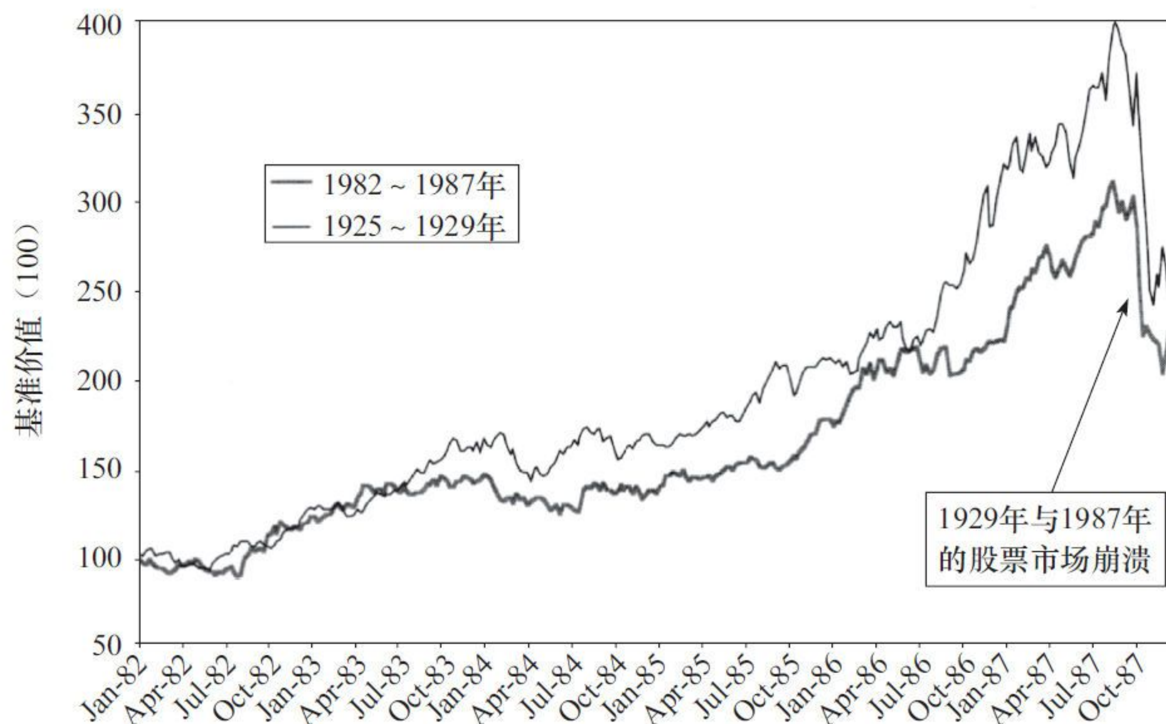


图2-4　道琼斯平均工业指数：20世纪20年代后期和20世纪80年代后期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料来源：Bloomberg.

1987年的另一个标志性事件是美国联邦储备委员会新主席艾伦·格林斯潘就职。格林斯潘于8月上任，他的第一个行动是几个星期后把贴息率提高了50基点。这个出乎意料的紧缩政策引发交易者纷纷做出调整，以适应这位新主席的风格，造成了市场波动和不确定性。有人甚至认为格林斯潘的加息政策，实际是一个半月后导致股市崩盘的罪魁祸首。在股市风暴之后，格林斯潘给市场注入了大量流动性，开创了一种为人熟知的“格林斯潘式拯救”的市场干预方法——指美联储出于救助投资者在股市震荡时提供的一个隐含认购权。

美联储前任主席威廉·迈克切尼·马丁曾留下过一句名言，他认为中央银行的工作就是“在宴会伊始就把酒杯取走”。格林斯潘恰相反，他似乎认为只有当参加宴会的嘉宾喝得酩酊大醉、跌跌撞撞回家时才有必要干预。按照格林斯潘的说法，泡沫只能在事后被发现，因此央行的工作就是尽量减弱泡沫破裂时的不利冲击，而不是在事前人为地抑制市场繁荣。

1992年的黑色星期三

“全球宏观”这个术语首次进入公众的视野是在1992年9月16日（黑色星期三），也就是“英镑危机”发生日。那天，英国政府被迫退出欧洲货币汇率机制（ERM），英镑开始自由贬值，而这距离英国加

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入欧洲汇率机制仅仅两年。主流媒体把英镑脱离欧洲汇率机制事件归罪于全球宏观基金经理索罗斯。时任索罗斯基金管理公司伦敦办事处负责人的斯科特·拜森特说：“很有意思的是，在这之前没有人听说过索罗斯。我记得黑色星期三发生的第二天，我和索罗斯在他位于伦敦的家里打网球，大批狗仔队和摄像师等候在外，索罗斯仿佛一夜之间变成了摇滚明星。”

欧洲汇率机制建立于1979年，目标是降低欧洲汇率的波动性和实现货币的稳定性，并为建立经济和货币联盟以及最终实行单一货币——欧元做准备。欧元最终于1999年成功推出。政治家们驱动着货币统一进程，试图不仅在政治上把德国与其他欧洲国家连在一起共命运，同时在经济上让其他欧洲国家依靠德国央行成功的低利率、低通胀政策以实现共同稳定。

英国拖延到1990年才加入欧洲汇率机制，汇率中间价起初锁定为2.95德国马克兑1英镑，市场广泛认为英镑被高估。为了遵守欧洲汇率机制的规则，英国政府有义务保持英镑在中间汇率价6%的上下幅度内波动。人们认为英国货币过于坚挺，可能会很快导致经济衰退。而同时，因为两德统一引发通货膨胀，迫使德国提高利率。英国政府为了和德国政府保持一致，尽管处于衰退期，仍被迫人为地提高利率，以维持欧洲货币体系的正常运行。1992年9月，当英镑/马克的汇率接近波动幅度的下限时，交易商不断出售英镑换取马克；而为了遵守欧洲

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

汇率机制的规则，英格兰银行不得不入市干预，无限制地购买英镑。对英镑进一步贬值的恐惧，促使英国公司也通过出售英镑来规避货币敞口风险，而这使得欧洲汇率机制体系的压力倍增。

为了抑制投机活动，英国财政大臣诺曼·拉蒙特把英镑利率从10%提高到12%，以使持有英镑的收益更高从而增加英镑对投资者的吸引力。然而事与愿违，这一切只是给投机者壮胆而令规避风险者更加恐惧，英镑继续遭受抛售。人们对官方试图把利率提高到15%的诱惑充耳不闻，交易员也都清楚地知道在英国经济衰退期持续加息是个不可持续的政策。最终在1992年9月16日晚间，英国政府惭愧地宣布政府将不再履行管理汇率波动范围的义务，将从欧洲汇率机制中撤出。在接下来的几个星期内，英镑兑德国马克大约贬值了15%，投机者大发横财，而据估计英国（英国纳税人）则损失了30多亿英镑（见图2-5）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

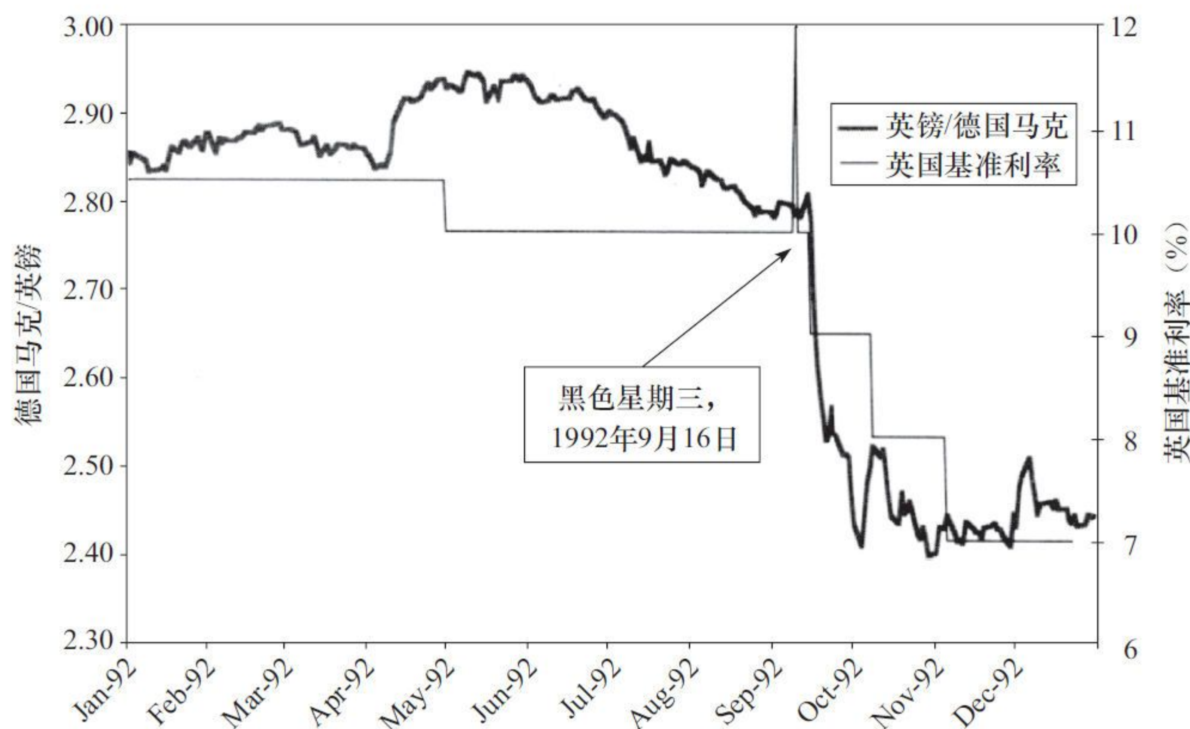


图2-5　英镑/马克和英国基准利率（1992年）

资料来源：Bloomberg.

据报道，与此同时，索罗斯基金管理公司通过卖空英镑赚了10亿～20亿美元，这为索罗斯博得了“击败英国央行的人”的绰号。但是可以肯定的是，对英镑贬值下赌注，索罗斯不是孤军奋战。在索罗斯因大发横财而可能饱受过分批评的同时，许多人认为政府自身的政策才是问题的根源所在，而投机者只是表面现象而已。

1995年，英镑最终贬值到1英镑兑换2.16德国马克，但是之后英镑升值到1英镑能兑换高达3.44德国马克，这是因为英国经济从衰退中复苏而德国却承受着加入欧元区的负面效应影响（见图2-6）。许多人把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国经济的强劲增长，归因于英国处于欧元体系之外带来的利率和汇率的操作灵活性。把英国在上一个十年的经济增长率，与同时期强劲的欧元区国家（如法国和德国）的经济增长率相比较，这一点就显得异常明显。

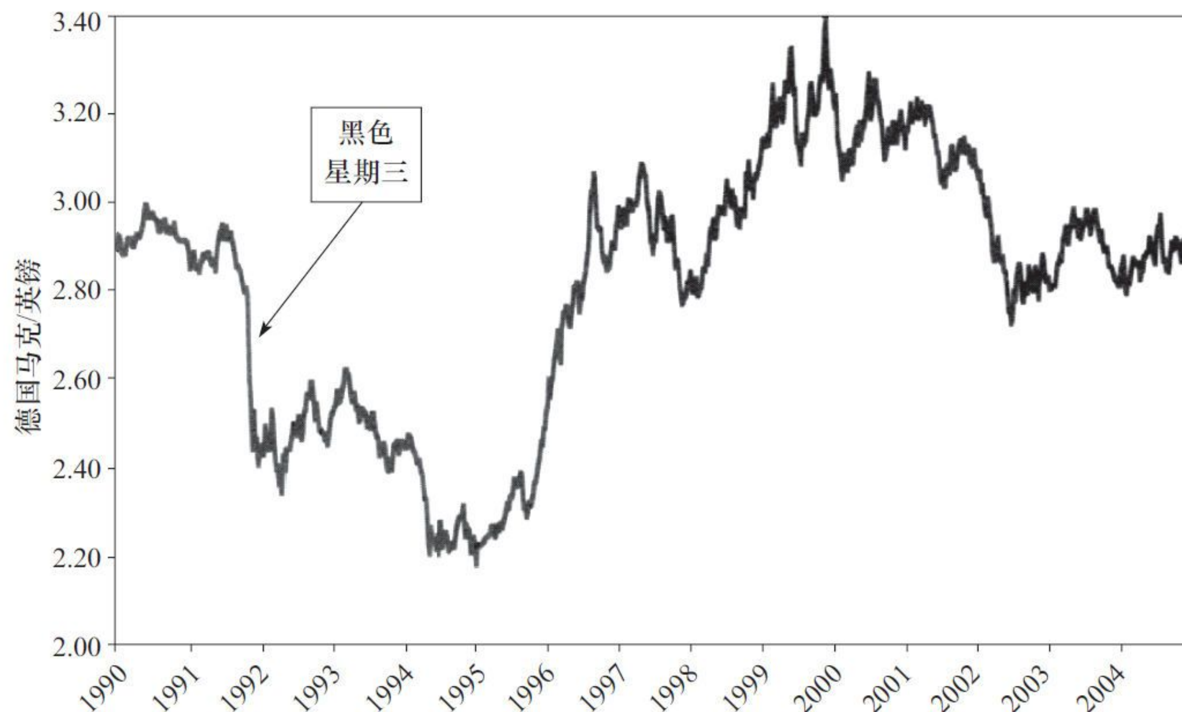


图2-6　英镑/马克（1990～2005年）

资料来源：Bloomberg.

伊拉·哈里斯在他的访问中戏称：“英国政府应该在特拉法尔加广场为索罗斯立个雕像，以表达对索罗斯迫使英镑脱离欧洲汇率机制所做贡献的敬意。”拜森特补充说：“英国官员也值得赞扬……因为他们知道快速收手与后退。英国财政大臣诺曼·拉蒙特和首相约翰·

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梅杰为了长期利益而忍受了一时耻辱。我的意思是，看看法国与德国，现在还是一团糟。”

继英镑危机之后，全球宏观基金业下一个系统性事件就是1994年债券市场的大溃败，然而这一次全球宏观经理们并未大获其利。

1994年债券市场溃败

从20世纪80年代末到90年代初，欧元因凝聚了政治推动力而获得了快速发展。趋同交易作为一种从各种货币和债券对单一货币和利率的趋同中获利的交易策略，成为了在欧洲外汇市场和固定收益市场中占有绝对优势的投资主题。20世纪90年代初，固定收益市场和货币市场经历了几个特别强劲的年份。银行业和对冲基金业的全球宏观基金经理，与相对价值交易者和趋势交易者一起，抓住了这个机会，他们都持有大量欧洲债券的多头仓位。在英国选择退出欧洲汇率机制之后，借助财务杠杆，巨额的市场头寸被投入到货币和债券市场较疲软、利率较高的意大利和西班牙这样的欧元区国家。

然而，1994年2月，美联储主席格林斯潘出乎意料地把隔夜拆借利率从3%提高到3.25%，并开始了一系列加息，20世纪90年代初赚钱容易的局面到此结束。在1994年以前低利率环境下建立的杠杆头寸，尤其是那些在新兴的衍生金融工具市场建立的头寸，出人意料地发生了趋势逆转，引发了普遍的市场抛售。在第一次加息3个月之后，10年期美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国政府债券收益率从5.87%上升到7.11%，而其他市场同样也经历了趋势逆转和倒退。在这之前运转还算良好的欧洲债券交易市场也开始分化瓦解。当追加保证金、杠杆策略实施困难以及价格持续下滑这三者同时发生的时候，一波恶意的市场抛售战使得债券的跌价更加惨烈（见图2-7）。

涉足华尔街衍生工具交易的公司，比如宝洁公司和吉布森贺卡公司，因为风险对冲不当，也遭受了巨大损失。同时，加利福尼亚州的奥兰治县（美国最富裕的县）也因为利率衍生资产组合巨亏而宣布破产。几个有名的全球宏观基金要么关闭，要么销声匿迹。实际上，对冲基金研究公司的全球宏观基金指数在1994年录得了唯一的一次下行，当年该指数下跌了4.3%（见第1章）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图2-7　收益率：美国10年期国库券、英国10年期金边债券以及德国10年期债券（1993～1994年）

资料来源：Bloomberg.

1997年亚洲金融危机

在20世纪90年代的绝大部分时间里，许多东南亚国家都采用了盯住美元的固定汇率制度，设定了波动幅度并由中央银行负责管理波动幅度。美元90年代初的前5年一直在贬值，提高了东南亚国家的货币竞争力。然而美元1995年开始在贸易加权的基础上升值，尤其是对日元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升值，从1995年4月到1997年1月期间超过了50%。因为盯住美元，东南亚国家的货币也升值，然而它们逐渐失去了竞争优势（见图2-8）。

由于采取盯住美元的固定汇率制度，而美国的利率水平低于这些东南亚国家，因此东南亚的借款者可以从海外筹借到更便宜的外汇资金。同时他们也从日本借款，因为日元利率低于1%，而且1995年之后日本明显采取了贬值政策。鉴于对固定汇率货币体系充满信心，东南亚的借款者认为外币借款基本没风险。但是，日益膨胀的现金账户赤字和日益激烈的竞争环境（最明显的来自中国），以及美元的日益坚挺，这一切都给有管理的盯住汇率制度增加了压力。1997年年中，日本银行被迫提高其资本金基础，开始不愿延展短期贷款。这抽走了东南亚借款者的流动性，再加上1997年5月日元突然升值，加大了该货币体系贬值的压力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

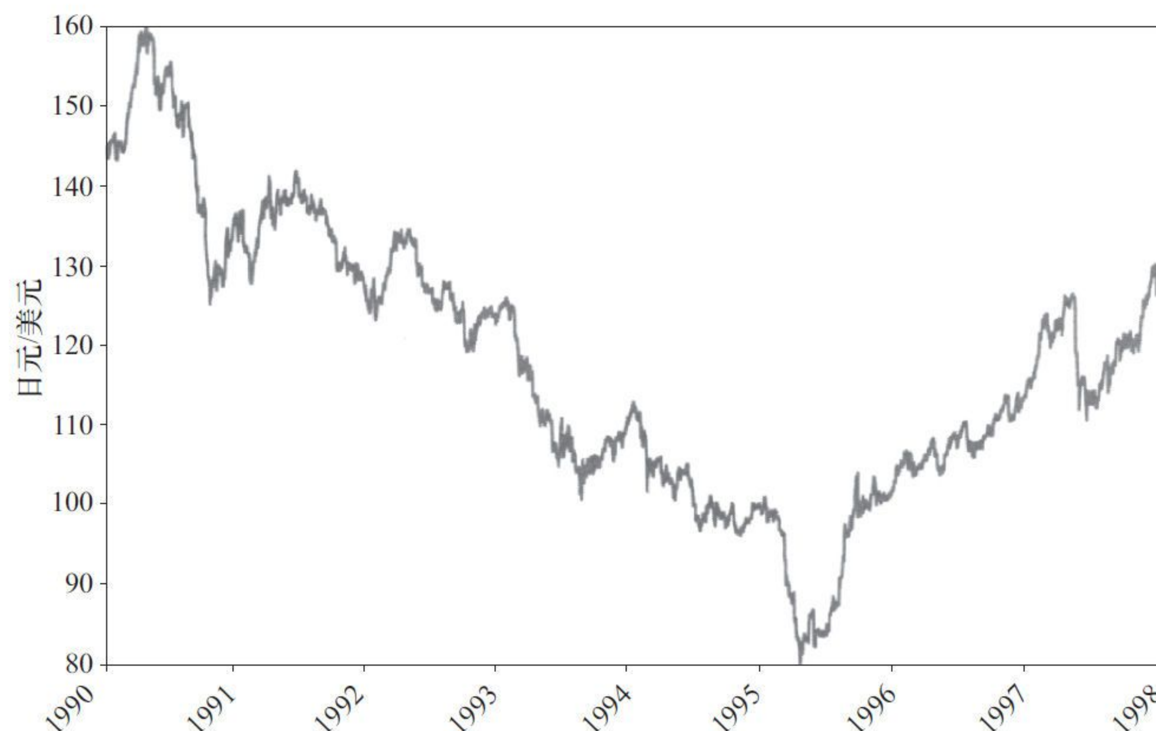


图2-8　日元（1990～1998年）

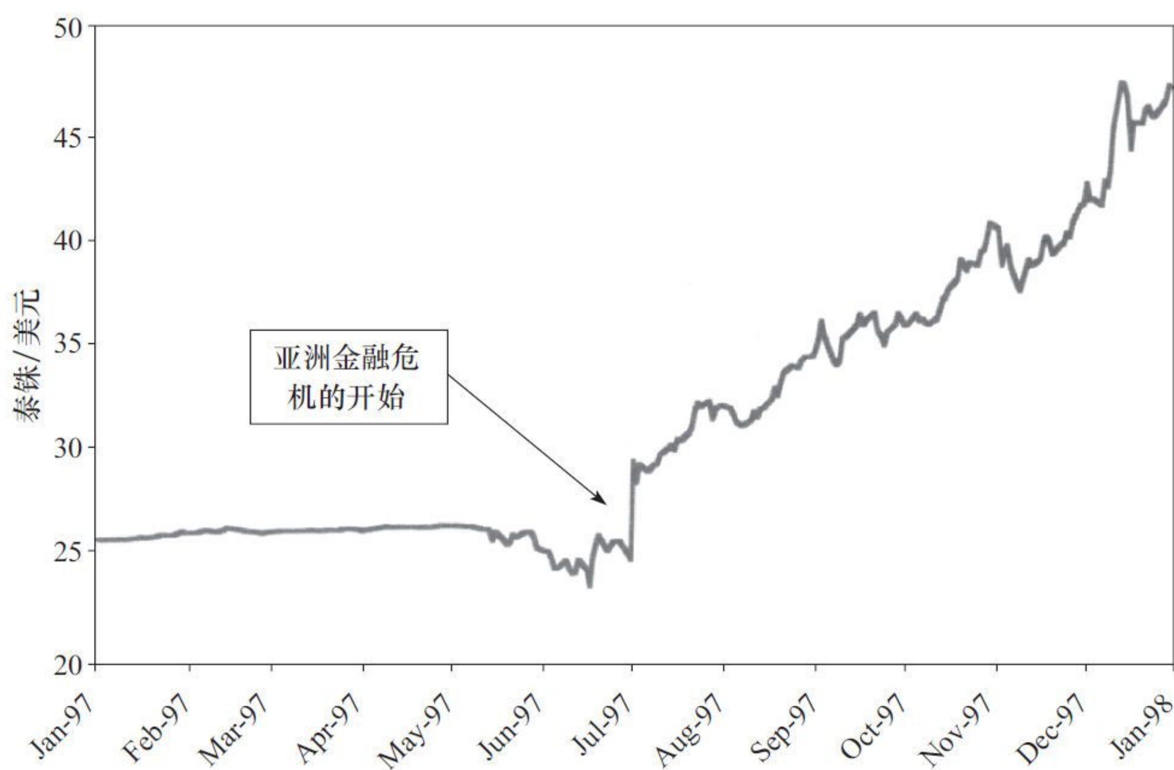
资料来源：Bloomberg.

随着货币贬值风险变得日益明显，当地借款者开始对冲外汇敞口头寸，而这意味着要在外汇市场上大量抛售东南亚国家的货币。随着压力的累积，当汇率越接近波动幅度的下限时，各国中央银行维护本国货币体系的工作就变得更加困难，付出的代价也更昂贵。

到1997年7月，泰国中央银行发现外汇储备已经减少到无力维持本国货币体系的地步，别无选择，泰国只好放弃了管理波动幅度的做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在失去中央银行的靠山之后，泰铢兑美元立即贬值23%（见图2-9）。东南亚国家的全体债权人慌不择路地开始撤回资金或者对冲其货币风险，而这又进一步冲击了东南亚国家的货币。同时那些借美元和日元而用本国货币偿还的当地借款者，也开始仓促地对冲外汇风险头寸，疯狂抢购外汇而抛售本币。这导致所有的东南亚国家的货币、股市以及和“亚洲4小虎”有关联的资产系统全面瘫痪，形成了类似蔓延的效应。在市场恐慌氛围下，外国投资者根本不考虑投资国的实际形势，匆匆忙忙地从该区域抽逃资金。最终泰铢贬值超过50%，由于金融危机的传染效应，其他东南亚国家的货币和股票市场也未能逃脱此劫。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图2-9　泰铢（1997年）

资料来源：Bloomberg.

那时，许多经济学家和机构把亚洲金融危机归罪于全球资本市场的开放以及投机者盲目从众行为。马来西亚总理马哈蒂尔·穆罕默德博士公开指责索罗斯要为马来西亚在危机期间遭受的经济破坏负责，甚至认为货币投机就是犯罪。通过建立严格的资本管制措施以及把马来西亚林吉特/美元汇率固定在3.80的水平（见图2-10），马哈蒂尔关闭了所谓的热钱流入马来西亚经济的大门。斯科特·拜森特回忆说：“这真的有点让人担心，因为实际上这是第一次有人停止耍嘴皮子，开始动真格地关闭了一个经济系统。”

在1997年7月索罗斯基金管理公司主要通过卖空泰铢就获利了11.4%，但是如果因为从东南亚国家货币体系的崩溃中获利就要受到责备，那么朱利安·罗伯森就更应该引起大家的注意。他的老虎基金在亚洲危机中通过货币、商品和股市交易而盈利70亿美元。

然而认为投机者导致了亚洲金融危机的观点夸大了实际情况。那些在1997年以前货币体系稳定时期建立了过大外汇敞口的当地借款者更应受到指责。因此，东南亚国家的政府应该为其考虑欠周的政策负首要责任，正是其政策准许本国借贷者借了过多的外债。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

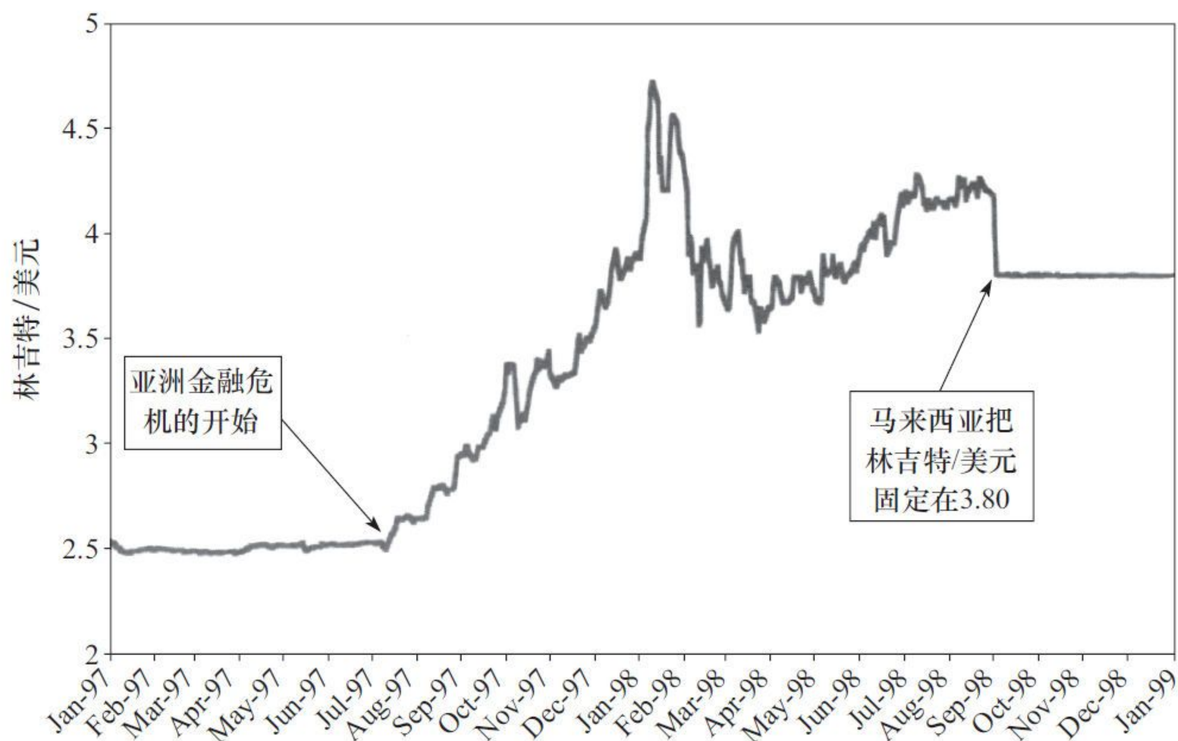


图2-10　马来西亚林吉特（1997～1998年）

资料来源：Bloomberg.

1998年俄罗斯危机

按照某些人的说法，俄罗斯危机本质上是亚洲金融危机的延续。由于亚洲“经济流感”在全球范围扩散，迫使投资者紧缩投资，降低了风险资产头寸（比如新兴市场的敞口）。1998年以前，俄罗斯被认为是冲出专制铁幕的一个商品丰富的大型经济体，从而成为了投资者的宠儿。但是随着外国投资者紧缩投资而把资金从俄罗斯抽离，加上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本国居民转移资本到国外，以及政府本身并不完美的金融管理，使得恶化中的形势更是雪上加霜。

随着资本开始逃离，俄罗斯试图采取一系列措施缓和严峻的形势，连换几任财政部长，把利率提高到难以置信的水平，采用各种国际经济援助方案，但这一切都无济于事。最终，俄罗斯政府停止了抗争。1998年8月17日，俄罗斯联邦政府和俄罗斯央行宣布货币贬值，并将延期偿还2810亿卢布政府债务。卢布从1美元兑6卢布贬值到兑20卢布（到2002年已经下降到超过30卢布），而债券也变得几乎一文不值。在危机期间，俄罗斯股票市场指数（RTSI）从570点一路下滑到36点（见图2-11）。与此同时，许多俄罗斯金融机构快速破产了。这在世界金融市场激荡起了强大的冲击波，因为许多金融机构持有俄罗斯的风险敞口，原本希望与当地俄罗斯银行签订衍生合同来对冲风险。结果事与愿违，不仅没能对冲风险，当俄罗斯金融机构失去了偿还能力时，这些衍生合同的头寸也变成了自身的信用风险，白白地成为交易中的损失方。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

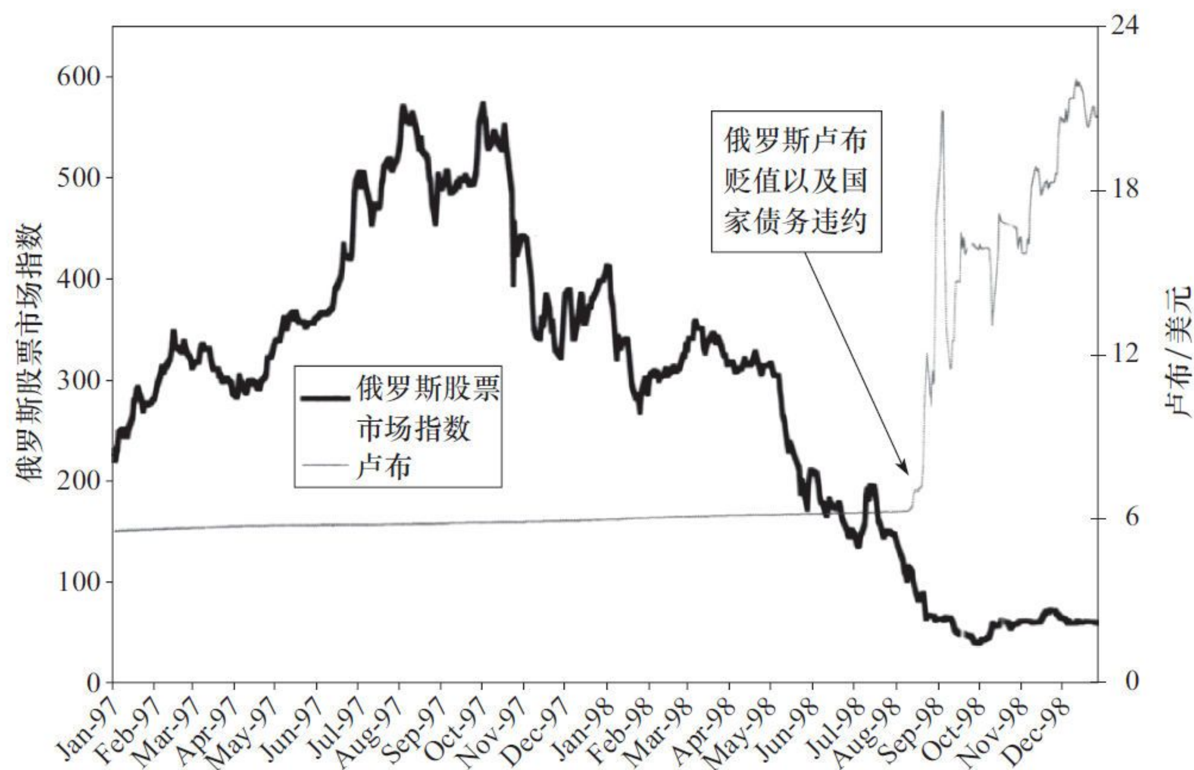


图2-11　俄罗斯卢布和俄罗斯股票指数（RTSI$）（1997～1998年）

资料来源：Bloomberg.

卢布贬值和国家债务违约让许多全球宏观基金经理处境尴尬。同时，这似乎也标志着那些巨型全球宏观基金的辉煌也到达了巅峰。1998年索罗斯和老虎基金的资产，达到了历史最高点（分别是大约220亿美元和250亿美元）。乔治·索罗斯因一天之内损失了10亿～20亿美元而再次成为主流媒体头版头条新闻（但是全年还是获得了正收益，其投资者获得12%的年化收益率），而朱利安·罗伯森也在俄罗斯栽了跟头，损失了大约10亿美元，加上在其他市场的巨额损失（最严重的是日元套利交易），老虎基金更是雪上加霜（见图2-12）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和其他绝大多数的主要危机一样，俄罗斯危机甚至把不太相关的世界其他市场也牵连进来。在这样的情况下，投资者急剧降低了风险资产的整体敞口，将资金转投被视为“安全港”的美国政府债券，而结果是，美国政府债券的基准收益与其他风险资产之间的价差急剧扩大，从而导致了世界走向下一个金融危机——长期资本管理公司的危机。

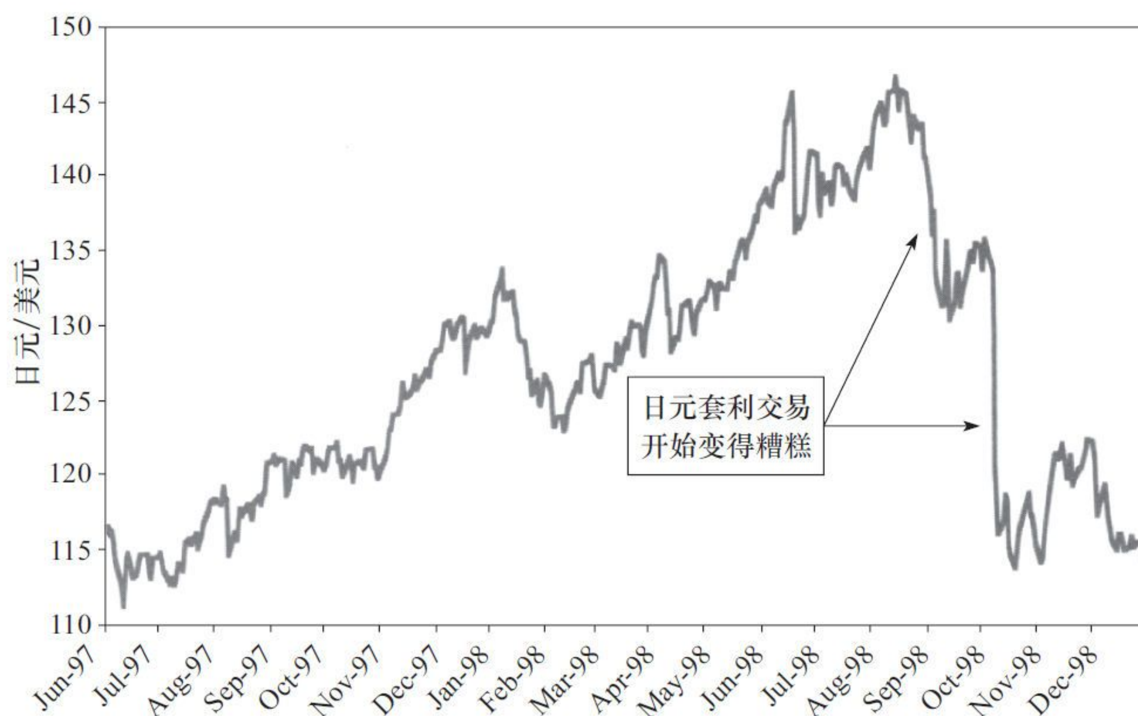


图2-12　美元/日元套利交易（1997～1998年）

资料来源：Bloomberg.

1998年长期资本管理公司事件

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然长期资本管理公司（LTCM）不属于全球宏观对冲基金，但是鉴于以下几个原因我们不得不花点篇幅来讨论这个话题：①这种专注于套利的基金也涉足了全球宏观市场交易，它解体后的分支也变身为全球宏观市场投资基金。②这个案例给我们提供了了解对冲基金会发生的错误，而且指出了一些重大问题，比如流动性、风险管理和相关性。③在本书中几乎每一个被采访者都提到了长期资本管理公司。

长期资本管理公司成立于1994年，创办人是所罗门公司的知名自营买卖交易员约翰·梅里韦瑟。他召集了一群金融界的全明星级精英加盟，包括曾任美联储副主席的戴维·莫林斯以及曾获诺贝尔奖的罗伯特·默顿和迈伦·肖尔斯。[2]长期资本管理公司以13亿美元资产起家，起初集中投资于固定收益证券的套利机会（在1994年债券市场崩溃后，这种交易的买卖差价扩大而变得更有吸引力）。最初的核心战略，是对“已发债券”（off-the-run）与“新发债券”（on-the-run）的差价趋同下赌注，以及对其他相对价值和套利机会（主要是固定收益证券）下赌注。鉴于这些套利交易的差价很小，为了在其创立的头几年里创造高于40%的年收益率，长期资本管理公司不得不进行放大许多倍的杠杆交易。

长期资本管理公司成功的秘诀在于对套利机会的充分挖掘和利用，而这也造成被管理的资产在增长的同时，套利机会也在逐渐消失。为了维持这样的收益水平，长期资本管理公司被迫提高杠杆比例

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并涉足其初始投资范围以外的市场。1998年，该公司拥有50亿美元的资产，管理着据估计超过1万亿美元头寸。与此同时，风险套利交易（对兼并收购下注）、定向头寸以及新兴市场的赌注，在其投资组合风险中占有较大比重。

随着1998年夏天的临近，在亚洲金融危机和俄罗斯困境的双重阴影下，全球宏观交易市场渐渐开始变得不稳定。同时，梅里韦瑟的前雇主——所罗门兄弟公司决定退出此类套利交易活动，并平仓了相关头寸。这导致长期资本管理公司交易差价和风险也进一步扩大。俄罗斯卢布的最终贬值和债务违约，导致了风险投资大幅收缩，出现了全球资本追逐安全投资的现象。在恐慌的氛围下，投资者对长期基本价值的漠视，也导致了长期资本管理公司的套利和相对价值交易的差价进一步扩大（见图2-13），这使得长期资本管理公司的损失上升到了令人担忧的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

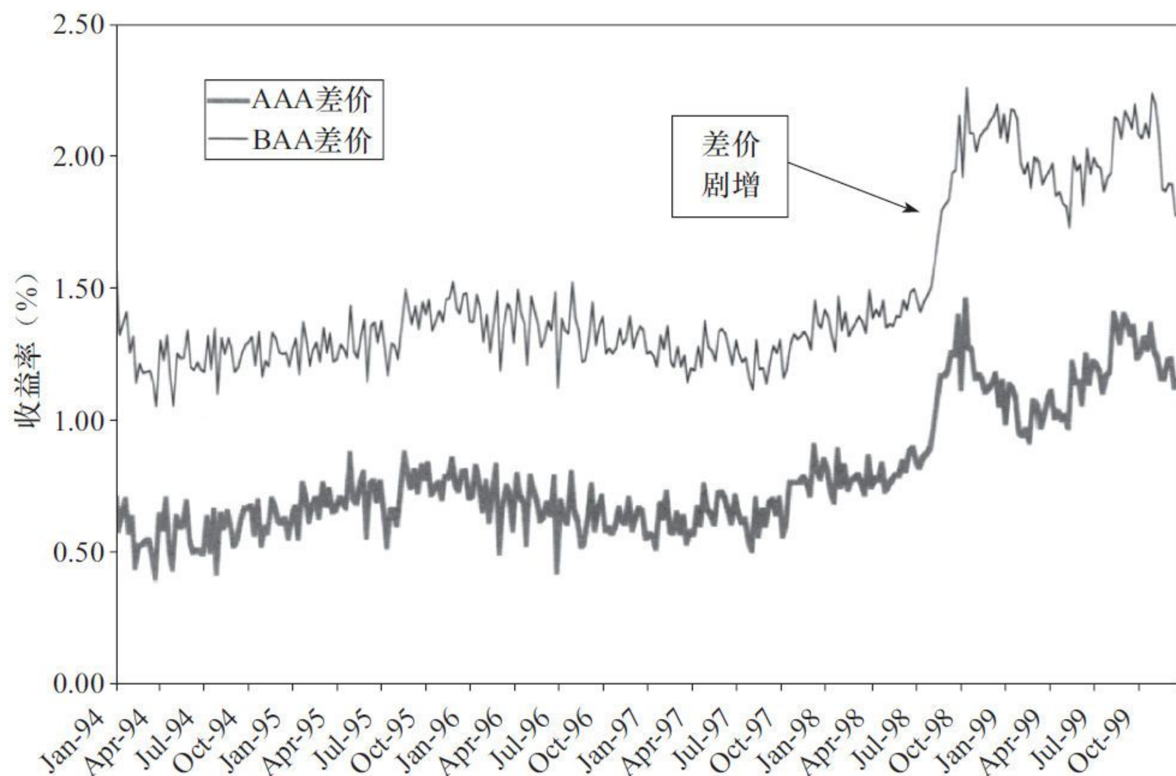


图2-13　公司债券对国库券的差价（1994～1999年）

资料来源：Bloomberg.

考虑它的高杠杆和管理头寸的规模，清算几乎不可能进行。同时，同业都知道其已陷于困境，面临倒闭，因此都开始对冲自己的相应风险，而这又进一步加剧了严峻的形势。为了减轻违约风险和公众对世界金融体系崩溃的担心，纽约联邦储备银行与长期资本管理公司债权人开会并制订出救助方案。这是“格林斯潘式拯救”的重现。

长期资本管理公司是当时投资领域的巨头，因此该事件给我们提供了洞悉风险管理体系失败的机会。建立在历史价格基础上的风险管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理系统，在某些方面和一定程度上是可以监控风险的，但是并非完美无缺。在金融市场的历史中，隐含着从理论上看是小概率的厚尾事件。长期资本管理公司曾经做过风险模型测算，大体上只有60亿分之一的公司倒闭概率。然而，具有讽刺意味的是，这些精英忽视了相关性，即其投资组合头寸之间的相关系数，显示出这些风险头寸是相互关联的。

格林斯潘与长期资本管理公司

人们应该在多大程度上依赖金融模型，鉴于这个问题的复杂性，这是不是已经远远超出了人类的判断力呢？一些聪明人自以为他们已经设计出了更好的诱捕工具，这样就能源源不断地从金融市场上获取超常收益，这样的例子在这10年里不胜枚举。当然，有些确实取得了一时的成功。尽管偶然获得超额收益造成的市场价格扭曲情形是存在的，但这是不可持续的。事实上，努力利用这些价格偏差的同时，也会迫使价格得到修正，而且之后还会被竞争者效仿，这样就会进一步缩小或者消除价格缺口。不管交易策略是多么精湛熟练，从长期来看，风险是和收益一致的，承担超常风险才可能获得超常收益。

资料来源：艾伦·格林斯潘主席在美国众议院银行和金融服务委员会上的证词，主题为：大型对冲基金的私营部门再融资。长期资本管理公司，1998年10月1日。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期资本管理公司事件给我们敲响了警钟，即不存在无风险的套利交易。他们所利用的套利头寸太小，为了能产生有意义的超额收益，基金不得不使用高倍的杠杆财务比率，这使得他们不得不承担融资费用和总体市场的流动性风险。流动性风险就是当真正需要资金时，手头却没有资金可用。

2000年网络泡沫

1996年12月6日，格林斯潘发表了著名的《非理性繁荣》讲话，对美国股票市场的价格高估发出了警告。但是，在接下来的3年里，股市依然一路高涨，只有在俄罗斯危机和长期资本管理公司事件中稍有回落（格林斯潘通过减息75个基点，迅速地制止了市场下跌）。同时，从那时起到2000年3月期间，标准普尔指数翻了一番，而技术股驱动的纳斯达克指数则飙升了3倍（见图2-14）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图2-14　繁荣！（1996～2000年）

资料来源：Bloomberg.

因此，与一些科技股票投资基金提供50%～100%甚至更高的收益率相比，全球宏观对冲基金的收益对投资者来说，不再有从前那样高的吸引力。与此同时，世界上最大的两个全球宏观对冲基金的经理正在与新的动量驱动范式做斗争。罗伯森和索罗斯都成了“技术股驱动股市上升”的直言不讳的反对者。虽然人们普遍认识到网络股和科技股已陷于泡沫化，但是因为股价仍在不停上涨，对于许多投资者来说，几乎不可能从中退出。事实上，索罗斯基金管理公司在1999年年底就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行了调仓，从科技股空头变为多头，当年就扭亏为盈，从亏损19%变为盈利35%。

从另一方面来说，朱利安·罗伯森坚持看空“新经济”并继续看多“老经济”。随着老产业股票价格的继续下滑以及新经济行情的飙升，罗伯森在1999年和2000年遭受了更大的损失。最终，因为投资者赎回的增多，其管理的资金从250亿美元下滑到60亿美元，罗伯森不得不关闭了老虎基金。罗伯森在给基金投资者的最后一封信中说：“就像你们多次听我说过的，这些年来老虎基金成功的秘诀在于我们坚定不移地购买最好的股票以及做空最糟糕的股票。在一个理性市场环境里，这种策略运行良好。但是在一个非理性的市场中，收益与价格的考量已经让位于鼠标点击和贪婪。这种逻辑，正如我们刚刚所吸取的经验，并不值得在上面花费太多精力。”具有讽刺意味的是，2000年3月，也就是科技股泡沫处于最顶峰时，恰好也是老虎基金运营的最后一个月。此后，罗伯森的投资哲学再一次被市场证明是成功的（见图2-15）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

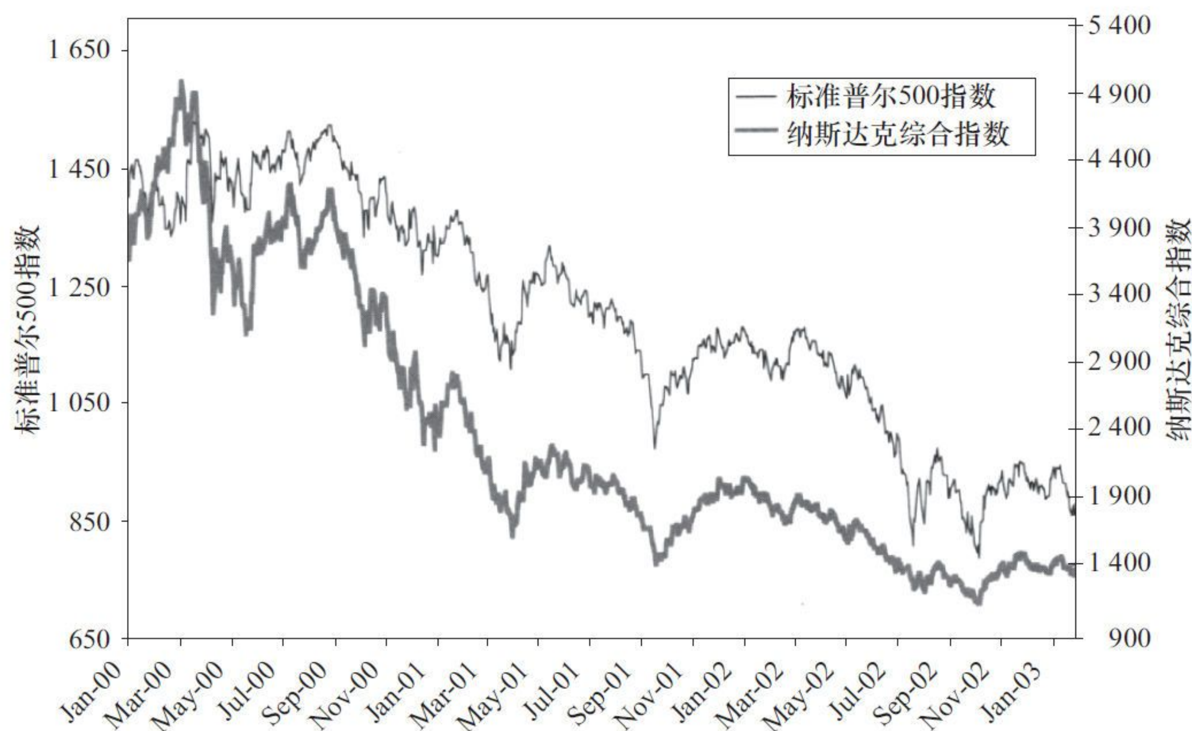


图2-15　衰退！（2000～2003年）

资料来源：Bloomberg.

而索罗斯做多科技股在1999年年底以及2000年年初都带来了丰厚的收益，但在2000年3月之后却变得对索罗斯极其不利——到2004年4月时收益就下降了220%，索罗斯宣布把量子基金的性质改变为投资于低风险的工具，并改名为“量子捐赠基金”。他当时说：“我们现在已经开始意识到，像量子基金这样的巨型对冲基金已经不再是管理资金的最好方式。市场变得极端不稳定，风险价值的传统测量方法已经不再适用了。”

“我们最佳下注的好日子，已经一去不复返了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

——乔治·索罗斯，2000年4月

全球宏观对冲基金已死

进入2000年，一些其他全球宏观对冲基金也关闭了，这使得主流媒体和华尔街权威人物纷纷宣布全球宏观对冲基金已经“死亡”。虽然2000年已标志着资产超过200亿美元的全球宏观对冲基金巨头的末日来临，但认为从全球价格失衡和宏观经济趋势中获利的全球宏观投资策略已到末日的说法还为时过早。

股市泡沫最终在2000年3月破裂时，美联储再次推出了“格林斯潘式拯救”，把利率从6.5%一直降到1%，达到了自20世纪50年代以来从未有过的低利率水平。正是在这种转变的新背景下，一批新一代的全球宏观基金经理开始声名鹊起。他们不仅捕捉到了利率的波动趋势，而且抓住了那时的宏观经典视角——先做多债券和做空股票，最后再逐步做空美元。

2000年，不仅全球宏观基金没有终结，事实上这一年还标志着全球宏观基金的重新兴起。全球宏观对冲基金的业绩，再次名列投资界前列。自20世纪70年代初以来，当全球投资者普遍遭受着“漂亮50”（Nifty Fifty）这个最大投资泡沫的时候，全球宏观对冲基金却获得了强劲的正收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对索罗斯的最终评价

不管出于什么原因，主流媒体和历史文献总是喜欢讨论对冲基金的收费、对冲基金的绝对美元收益与损失，而不讨论投资者获得的净收益率。对于索罗斯基金管理公司来说，在黑色里期三时赚取了10亿美元，在俄罗斯危机时亏了20亿美元，而当科技股泡沫破裂时损失了30亿美元。很少有人知道索罗斯基金管理公司的投资收益率，而实际上那是相当出色的。索罗斯基金管理公司从1969年创立到1999年，尽管经历过严峻考验，品尝过盈利与亏损，但是对于每个单一年份来说，他们都为投资者创造了正收益。在量子基金于2000年4月18日给股东的最后一封信中，乔治·索罗斯说：“在它32.5年的历史中，量子基金给投资者带来了超过30%的年化收益率。从量子基金创立时的10万美元的投资，到现在增长到了大约4.2亿美元。”

[1]据说收取20%业绩提成费的惯例是琼斯从另一类交易中得到的灵感。15世纪的威尼斯海运商人可从他们的委托商那里获取20%的利润，作为他们成功地完成航运任务的回报。这是一种利润分享的制度安排，对承担风险者提供了合适的激励。

[2]这两位是期权定价理论和方法的先驱，迈伦·肖尔斯也被译为迈伦·斯科尔斯。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 全球宏观对冲基金的未来

索罗斯基金的重组和老虎基金的衰落，标志着这两个全球宏观巨人可以随心所欲纵横市场的时代已经结束了。由少数金融强人操纵少数几个基金和市场的日子，再也不会回来了。当前，信息与资金流动的加速、竞争的加剧以及新兴市场的成长，大大增加了全球宏观投资策略的复杂性与投资范围。由凯恩斯发起并由索罗斯发扬光大的宏观策略，已经被风格不同的基金经理进一步深化细分开来了。

对冲基金业不再青睐那种巨型基金模式的一个主要原因，就是当对冲基金达到一定规模时，容易出现管理不善。当一个基金规模过于巨大时，比如20世纪90年代后期的索罗斯与老虎基金由于现金规模过大，就不得不在流动性很强的投资品种和最成熟的资本市场上大量持仓，这将限制对冲基金的投资范围与分散化策略的自主选择。

正如森帕宏观基金（SemperMacro）的西华约（Siva-Jothy）在本书后文的访谈中说的那样，索罗斯与老虎基金过去能够操纵宏观市场，故每个人都不得不去留意他们的行为，而现在情况完全不同了。类似地，常丰资本（Everest Capital）的马尔科·德米特里耶维奇（Marko Dimitrijevi）也发现，过去常常被坐在华尔街或金融城里的少数几个家伙操纵的新兴市场，已经发育得越发成熟了；更多的机构

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者，甚至包括那些本土的投资机构，都参与到这些市场中来，扩展了市场深度。

当今全球宏观投资领域已成为众多机构投资者的竞技场，既有索罗斯、老虎和其他一些早期采取宏观策略的那类大基金，也包括来自原本在信孚银行（Banker Trust）、高盛公司（Goldman Sachs）与瑞士信贷第一波士顿（Credit Suisse First Boston）从事不同领域的全球宏观自营交易的操盘手。尽管现在没有一家全球宏观对冲基金公司管理的资产规模能超过200亿美元，但加总后的资本总量却是15年前的好几倍（据HFR估计，大约从1990年的390亿美元增加为2005年的1160亿美元）。与此同时，伴随着各国中央银行资产的增长以及各种金融衍生工具、新兴市场的发展，全球宏观市场的规模与选择范围也大大扩展了。

从全球宏观到全球微观

现在再想要击溃中央银行或者是创造超过百分之百的年收益，可能性已非常小了。许多资本已从其他传统的投资机构（甚至包括管理公众资金的养老金基金）转向了对冲基金，这使得对冲基金对风险的偏好有所下降。同时，许多操盘手开始不断地抱怨机会越来越少，在市场上赚钱越来越难了。究竟是全球宏观市场正在变得更有挑战性，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

抑或只不过是基金经理们自身改变了许多，已成为当前争论的一个热点话题。

许多人认为过去几十年间全球宏观投资基金得到的超额收益，仅仅是中央银行的失误与政府政策不当的结果，比如试图固定名义汇率（英镑危机、亚洲金融危机）和微观干预经济（政治利益驱动的政策、无效管理）。然而，政策制定者似乎学乖了，从过去的错误中汲取了经验教训。他们引进金融市场专家，如罗伯特·鲁宾、阿米尼奥·法拉加和苏希尔·瓦德瓦尼博士（见第8章）参与政府政策的决策中来，这似乎有助于烫平市场波动和平抑市场，从而限制了对冲基金赖以谋利的市场异常波动。

另一些人质疑中央银行通过增加透明度来调节市场预期以及遏制通货膨胀的手段，并质疑是否会产生新问题。当央行在某些局部博弈中获得胜利时（通货膨胀与汇率波动），更棘手的问题可能也同时产生了（全球贸易不平衡与资产泡沫）。

不管政府政策是否真得改变了博弈状况，竞争的加剧确实对基金操盘的专业化要求提高了，这一点是没有疑问的。当今许多全球宏观基金经理的投资风格，应被更准确地描述为全球微观的投资技能与范式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯基金管理与老虎基金，应该说是全球微观投资风格的先驱者。就像斯科特·拜森特说的那样，乔治·索罗斯与他的首席投资官斯坦利·达肯米勒长期坚持这样的信念：破译微观水平上发生事件的信息，对于分析宏观状况的变化是十分有价值的。类似地，奥斯普锐管理基金（Ospraie Management）的德怀特·安德森也指出：老虎基金在建仓前，为了核实一个假设，他们将首先花大量精力去做扎扎实实的微观研究。然而，尽管索罗斯与老虎基金注重微观的投资风格可说是现今全球的微观投资风格的最早本源，但他们最大的投机（无论是看空还是看多）仍然是针对货币、股票指数、利率以及其他一些典型宏观工具下注。实际上，他们是针对全球宏观的狭窄末端进行操作，就如同瓦德瓦尼资产管理公司（Wadhawani Asset Management）的苏希尔·瓦德瓦尼（Dr.Sushil Wadhwani）在访谈中描述的那样。

其他一些从前也在“全球宏观的狭窄末端”上操作的全球宏观基金，如都德基金及卡克斯顿基金，也已经演变成了投资于明确特定资产的更具显著微观风险的对冲基金。通过雇用并组建具有特殊技能的专业化内部团队，并给他们分配资金独立运作，基金公司的运作实现了专业化与分散化。就像保罗·都德·琼斯解释的那样，公司内部拥有许多分散于不同领域的交易员，这使得交易员在实践中可以耐心地等待那些确实值得下注的机会。这样，如果交易员没有看到什么有价值的信息，就不必进行交易，除非他们发现了一个投资机会，才值得去冒一次险。2004年，都德基金公司大约超过50%的风险是由琼斯本人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及其他内部的宏观经理来管理的。全球股票风险约占总风险的1/3，而剩余部分则分配给其他的投资策略，如不良资产交易与风险套利。

卡克斯顿基金公司管理的资产从1983年的7600万美元增加到当前的12亿美元，因此它也从单一全球宏观组合管理公司演变成为一家具有复杂多战略的基金公司，拥有约30个团队进行着各种各样的多战略/分散化的混合交易。随着时间的流逝，卡克斯顿的首席投资官与创建人布鲁斯·科夫纳已从唯一的风险承担者，演变为只是众多交易员的一个；同时，他所扮演的角色，已转变成为整体业务的领导者、整体风险的管理者和所有基金经理与雇员的激励者。

猎鹰管理公司（Falcon Management）的吉姆·莱特纳（Jim Leitner）在访谈中这样描述他对全球宏观策略的理解：

乐意去敏锐地抓住每一个机会，它可能出现在每一个资产类别与全球任何一个国家中，从微观形势到某个特定国家的状况中往往能识别出这种信息。全球宏观通常是自上而下的国家分析与自下而上的公司微观分析的结合。在许多情况下，当我们做出国家层面的投资决策之后，还要根据我们的宏观视角来仔细钻研那些业绩表现良好的公司。宏观的问题可用微观的风格来对待处理，全球宏观策略仅仅表明你是从总揽层面开始展开工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱特纳处在从全球宏观向全球微观演变过程中的最前线，他的上述理解较好地反映了这种演变的实质。附录C提供了关于“金融理论与数学工具如何推动这个演化”的详细说明，那是李R.托马斯博士（埃兰士全球投资公司）关于题为《为什么全球宏观策略会走上这条路》的演讲。附录D给投资者提供了如何考察全球宏观对冲基金投资组合的解释说明。

同时，在当今不确定的社会中，全球失衡正在成为一个日益突出的问题，传统的投资机构与投资策略，在处理与应对这种政治经济、地缘政治及社会不稳定状况时，已经开始面临越来越大的困难。本书后面的章节记录了证券投资业最聪明的大脑是如何看待这些事件变化并如何从中谋利的。他们在投资中秉持着最开放、最灵活的操作策略——全球宏观策略。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章　家族基金管理者

吉姆·莱特纳（猎鹰管理公司，维考夫，新泽西）

如果吉姆·莱特纳（Jim Leitner）不亲自去印度、科特迪瓦或其他一些更偏远的地方实地考察投资业务，那么通常会待在被他称为“老巢”的位于新泽西州远郊的家庭办公室里。那栋房子外面有一块牌子上醒目地写着：“猎鹰管理”（Falcon Management）与“合气道精神”（Aikido Spirit）。莱特纳主要管理的是自己的钱，而且他这样做已经有很多年了。因此，莱特纳在全球金融市场中的交易策略完全不同于大多数基金经理，因为他已不再是一个隐含的看跌期权了。换句话说，如果他的资产管理发生了严重失误，他不会因此而失去工作或投资者，他可以依靠社会福利。当然，他的办公室环境的气派表明了他是不太可能去依靠社会福利的。

跟莱特纳的老办公室相比，新办公室的环境有了显著改善。1999年夏天，我第一次在莱特纳原来的办公地点拜会他。我记得那是在一条狭长的商业街中，一个又脏又破的加油站对面有一幢简陋的房子，在那里我见到了莱特纳。那时，我供职于德意志银行在伦敦的对冲基金团队，所以我十分热切地向基金经理推销我们的交易理念与策略。莱特纳当时做了大量的土耳其业务，他还计划着和美林证券去那里大展拳脚。莱特纳喜欢到现场调研，他发现当时土耳其的一年期利率高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于100%，而通胀率大约为60%。这种极端的高利率、高通胀的宏观形势，要求偏好持有重仓的基金经理在很大程度上必须能够承受潜在波动性与风险的挑战。

土耳其央行行长正着手设计一个降低通胀的计划，莱特纳想看看这项计划对他的投资有何影响。像往常一样，他在收益曲线的前端低价位处已经重仓持有了大量土耳其证券及一年期的外汇远期。当1999年8月土耳其央行行长自杀后，美林的人取消了那些旅行。我利用这个机会，以德意志银行的名义，带着莱特纳和一群对冲基金经理，去拜会了土耳其新任央行行长、一些政府官员、当地的银行和企业。在伊斯坦布尔的一次会见中，当地一位著名的银行家正讨论持有土耳其新里拉的净外汇头寸风险，莱特纳弯下身对我低声说道："他是在说我那个小家庭办公室，已持仓了这个市场10%的份额吧？"

莱特纳理财事务所里"合气道"工作室的摆设布置，可在某种程度上显示他的交易风格：循规蹈矩、耐心、灵活多变，尊重可冲破任何市场力量的个体，并不断地寻求更多的知识与信息。每当我跟莱特纳打招呼时，他会迅速而友好的回应："嗨，哥们儿。"这让我觉得十分舒服，因为通常我与其他交易员或基金经理交谈，他们大多数往往都喜欢自说自话和自我陶醉。莱特纳从各种可能的渠道采集信息，并总对信息提供方充满了感激之情。实际上，关照他人继而得到别人的关照，是莱特纳显著的优点之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管他不像乔治·索罗斯或朱利安·罗伯森那样家喻户晓，但莱特纳在金融圈内也是非常有名望且受人尊敬的。莱特纳起步于纽约的一家小商号，一边学习一边推销银行产品，迅速成长并成为信孚银行的首席风险管理官，并为一些著名的对冲基金经理管理资金。莱特纳统计过，在他的职业生涯中从资本市场中共赚取了20亿美元。而自从1997年建立猎鹰管理公司以来，他获得了年均30%的综合收益率。

莱特纳总是尽可能使用以期权为基础的交易策略来管理资金，而且他不害怕长期持有交易量小的价外期权，耐心持仓到获利平仓。他的交易生活，可以说是集中围绕着全球资本市场。因为他投资过世界上任何市场的任何资产，并以大胆地投资于那些一般人不敢涉足的“非共识性的交易”而闻名，比如持有冰岛的与通货膨胀关联的长期住房债券，以及成为加纳酿酒厂的主要持股股东。

在我们结束这次会谈后，莱特纳邀请我一起参加了他为一个前来看望他的男士准备的午餐。在楼上办公室改装的饭厅里，我们一边享用鲜美的意大利餐，一边听着从房子另一边“合气道”工作室里传来的呼叫声。他的客人对我解释说，他正着手建立一个全球宏观对冲基金。

出于好奇，我问：“如果你正在建立自己的对冲基金，为什么还来看望吉姆，他看起来可是你的竞争对手？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那位客人答道："因为吉姆是全球宏观基金的教皇，我是来向他求教取经的。"

你是怎样进入这个行业的？

我当时在哥伦比亚大学读研究生，学习国际金融，也做俄罗斯文化方面的研究。我需要钱，所以当看到《华尔街日报》上招聘货币经纪培训生的广告就提出了申请。我在申请信里写道："我并不了解货币经纪人做什么工作，但我将成为你雇用过的最好的一个培训生。由于我是在校学生，所以只能工作半天。但我会在半天的工作时间里，完成别人要花一整天才能做完的工作。"最终，道米尼证券（Dominion Security）发函邀请我参加面试。

非常幸运的是，面试我的是个德国人。我是在德国与土耳其长大的，后来又考上了德国的一所学校，因此我们在面试中都用德语交谈。那个德国人很喜欢我，对我说："我需要一个反应灵敏的人，能根据世界上正在发生的有价值的信息来操盘。"

他们有一个阶梯式的圆形小交易厅，所有经纪人都可以看见一个屏幕，连接洛桑、新加坡和伦敦办公室里的扩音器里会传来时刻更新的最新客户指令。我对那个德国人说："我只能工作半天。"他说："没问题，因为中午伦敦与洛桑两地是停盘的，而新加坡仅仅在早上开盘几小时，你从早上6点工作到中午，怎么样？"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那里工作了一小段时间后，我对那个德国人说：“这份工作很容易，而且有趣，我想成为一名经纪人，在完成操盘工作的同时也想做其他经纪业务。”他们给我提供了一部电话，于是我就开始给中西部的小银行打电话。

开始从事经纪业务后，你都做过哪些产品？

作为一名经纪人，我主要做拿骚（Nassau）和开曼群岛（Grand Cayman）的银行分支机构存款业务。那时，所有银行都在做离岸的欧洲美元业务，因此这些银行间存款业务十分活跃。作为一名新经纪人，我专找那些没人愿做业务的小银行。从前很少有人在乎它们，所以他们的态度很积极。起初，我打电话时会说：“我是一个学生，只能工作半天，希望你们不介意我只能为你们工作到中午。”然而，他们的反应往往都很高兴，因为这可能是他们的首份经纪业务，而且他们会觉得是在援助一名穷研究生。

毕业后，我又全职做了两年时间的经纪业务，然后打算去做对手方的业务。我打电话给JP摩根（JP Morgan）公司说：“你们下一次打算招聘拿骚交易室的培训生时，请考虑一下我。”两周后，我开始在JP摩根工作，并付出了巨大的代价——我的薪水从70000美元下降为17000美元。但是，我想为了学习新知识，值得这样做。利用晚上的时间，我还去法学院学习了法律。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那时，我交易的欧洲美元市场仍然在增长，但真正开始起飞的还是欧洲货币市场。并不一定非要交易美元，任何能在离岸市场交易的国内货币都可成为欧洲货币。我开始成为欧洲瑞士法郎、欧洲德国马克和欧洲西班牙比塞塔的小有名气的专家。

过了不久，我认为在JP摩根的拿骚交易室已经学到了想要的知识，就找到外汇部的负责人并对他说：“如果我能做你的培训生，我可以帮你填写所有交易票据，给你倒咖啡，跟你学习货币交易。”他说：“行！”就这样，我又成了外汇交易培训生。接下来，我成了远期外汇交易员，这是与存款市场有点联系的业务，因为同样涉及利率。远期交易，只是比即期外汇买卖稍微复杂一点。然后，他们开始让我做一些难做的小币种交易。那时，西班牙比塞塔的买卖是难以掌控的，因为很少有人知道如何给它定价、该用什么样的关系以及怎样交叉估值等。几年后，我受雇为美国银行操盘远期外汇、小币种买卖，以及除了四大主要币种（德国马克、英镑、日元、瑞士法郎）之外的所有货币交易。对我来说，这是一个了不起的有技术含量的工作，因为我要处理所有这些业务，而且赚的钱比那些只做主要货币和即期外汇买卖的人还多。

那时如果你有较畅通的信息和许多朋友的话，可以利用市场的不完善赚到很多钱。我能主导两个货币市场——委内瑞拉玻利瓦（Venezuelan bolivar）和墨西哥的比索（Mexican peso），因为我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是这两个市场上最大的做市商，确切地知道买卖价差会有多大。我甚至可以做到将其他做市商挡在外面。由于我们与这两个货币市场上的所有公司与基金都做交易，我认识更多的人，拥有比任何其他人更多的信息。那是一段很惬意的时光，也是一段很美好的学习经历，然而在其他的货币交易中，盈利则主要来源于操盘手管理风险的能力，包括理解不同货币市场的流动性以及分析货币流向。

离开美国银行后，我去了希尔森—雷曼公司（Shearson Lehman），去做纯粹的自营业务，但是我很快意识到这家公司并不喜欢承担风险。有一次，我盈利一度高达300万美元，当后来盈利降到220万美元时，公司就不太满意了。尽管我认为我仍然赚了220万美元，但在他们看来，好像是我亏损了80万美元似的。

所以，当信孚银行打来电话说他们要做风险业务的时候，我就借机跳槽了。从1986年到1991年接下来的这5年，信孚银行锐意扩张，一时成为货币市场中最有话语权的交易商。

那几年的投资收益如此丰厚的原因是公司、交易员，还是市场环境因素？

信孚银行拥有愿意承担风险的管理文化，并知道如何去度量风险。他们研发了一个被称为RAROC的系统，即风险调整后的资本收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（risk-adjusted return on capital），这实际上就是风险价值（VaR）的最初版本。管理层善于激励，让那些做得好的人继续做下去，它的基本思路是：如果你做得很好而不是碰运气，那你就将得到更多的机会。

我入职时，信孚银行给远期与小币种交易室确定了1200万美元的年度预算。我问他们如何设定预算标准，他们回答：“有6个人为你工作，每个人赚的钱都没超过100万美元；如果他们每个人能赚200万美元，那将是一个巨大的成功。”我们在那年2月20日就已经赚到了1200万美元，提前完成了年度预算目标。这样，他们很快认识到我很会赚钱，并认识到我真的很善于发现极佳的风险/收益交易机会，喜欢思考货币之间的关系与价格错配。所以，信孚银行就给了我更多的机会。

那时候市场还很容易做。这一行仍处在其发展初期，常常会出现价格偏离价值的错配情况。有那么多货币币种要交易，但当时没人能直接交易4种货币，更是远少于20种。然而，我却能很容易地看清这些货币间的关系，并能感觉到事情何时将变得糟糕。

你是否认为自己有判断出现价格拐点的时机本能？

坦白地说，我并没有这种天生的能力。捕捉市场时机的灵感来源于对市场极大的兴趣，以及在任何时候都不间断地观察与思考市场中发生的一切事情。坚持这样做了许多年以后，我就建立了一个关于事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情将会怎样发展的思维数据库，一旦出现任何异动，就会引起我的警觉。我习惯与市场周旋，很享受验证自己能比别人做得更好的感觉。

再有就是央行对市场的干预过于频繁，特别是欧洲。由于它们总是试图将任何事情都控制在预定范围内，所以往往会留下僵化固定的交易指令，但这并不是一个聪明的做法。央行总是每天给本国货币设定一个期望值，试图将货币价值固定，荷兰是这样，法国、德国也是这样，其他的欧洲国家也类似。

理论上说，在不同地点兑换法国法郎与荷兰盾，兑换比价应该是一样的，无论是在荷兰还是在法国，因为这本就是一件事。但现实却会因不同的交易指令而导致不同的价格。与此同时，我知道是谁下了较大的交易指令并知道指令来自哪里，因为我与所有的银行与客户端进行了联网。当不同国家的央行发出的交易指令信号不一致时，我将在一个交易中心下达交易指令，并在另一个交易中心以与官方固定汇率相反的交易指令来对冲它们，从而赚取差价利润。关键就在于把握时机。

我在信孚银行工作的第一年，我们的团队共赚到了6500万美元，超额完成了1200万美元的年度业绩指标。管理层找我谈话：“既然你和纽约的这6个家伙能做得如此出色，我们也想知道你在伦敦会干得怎么样？”这样，我就被派到伦敦做欧洲业务，而在那里我学会了如何做债券交易。由于做债券交易与此前我做远期交易的背景比较符合，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也和我过去在拿骚做的业务有相似之处，所以对我来说，这并不是全新的业务。但是，债券市场是一个更为深化成熟的市场，而且债券持有期限较货币市场通常要更长。

我很快意识到我并不太喜欢管人，我更愿意去管理风险。到伦敦1年后，我跟信孚银行说：“我想专注于欧洲市场上的风险管理业务，不想承担行政管理责任。”他们认为这不是一个好的职务变换，但还是答应了，并派来了一个同事专门负责业务运作。尽管我也有一个包括几个交易员的小团队，并与信孚银行的欧洲分支机构的整个风险管理部门联网，但我只需要对我自己的盈利与损失负责。

那时，公司一个交易员因亏损过大而自杀了，公司不得不将预期盈利目标下调了约8000万美元。我和那个交易员不太熟，但我认识他，那是个有些狂野的家伙。我们曾帮他做成10亿美元左右的这样或那样的货币交易。此事让我认识到公司必须杜绝这种自营交易，尽管它可能带来可观的利润。由于我们是联邦储蓄保险公司（FDIC）承保的机构，我觉得监管机构迟早会限制我们承担风险的规模，所以我建议公司专门成立一个客户基金，在缓冲风险的同时也能建立一个稳定的新的收入来源。

信孚银行同意了我的提议并让我去负责筹办，我从公司要走了4个客户共2000万美元的委托资产。1989年，我建立了一个初始规模为8000万美元的客户基金。相对于低收益的货币类产品而言，这是分散

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化的投资于高收益产品的基金。换言之，我们致力于巧妙地从市场中获取风险收益，其关键在于当看到持续低估价值的信号时要快速从市场中脱身。

第一年，我们的利润增长了45%，管理的资产也增加到了8亿美元。第二年，利润增长了35%。我已经记不清那个基金规模增大了多少，但我已经不太需要依托于银行或投资公司来赚钱了。当我意识到这点后，觉得自己没有必要每天都去办公室上班。所以，我辞职并成立了自己的猎鹰基金——从管理4个委托账户开始。

你从什么时候开始认定自己是一名优秀的交易员？

我发现自己很能赚钱是从在美国银行的纽约交易室开始的。在那里，除了墨西哥比索与委内瑞拉玻利瓦，没有其他交易，我只需要对这两种交易的盈亏负责就可以了。

在信孚银行，我开始意识到在数字面前我是绝对理性的。损失并不太会影响我的情绪，因为我将它们看成是纯粹由概率驱动的事件——总会在某些时候发生。糟糕的日子、糟糕的星期甚至糟糕的月份，永远不会影响我在下一个交易日积极地去和市场周旋。直到今天，我妻子也不知道我何时在市场中损失巨大，又何时在市场中盈利颇丰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过于情绪化容易导致失败吗？你是否能列举其他交易员在这方面的事例？

是的，当然是这样，我有自知之明的另一个表现就是对自己非常了解，而这恰恰是许多其他交易员所缺乏的。尽管我赚过大量的钱，但我仍觉得自己有时候很无知。仔细算算，到目前为止，我为投资者和雇主从资本市场中赚了超过20亿美元，这是相当大的成功。我可以说是比较富有而且生活自由自在，但我从来没有认为自己会比别人聪明多少。我所知道的仅仅是，每一天必须持之以恒地努力寻找与分析，才可能发现更好的交易机会。因此，我也会时常觉得自己很无知。

过去许多年，我认识的好多交易员都自认为他们在应对市场方面要比其他人聪明，直到其他人或事证明他们的这种想法是多么可笑。我发现这种自以为是通常会导致非常巨大的灾难与损失。

在招聘交易员时你看重什么？

这是一个很难回答的问题，因为我从来就没有先知先觉地找到一个好的交易员。通常很难识别一个人究竟是一个好的交易员，还是一个好的分析员，因为这二者并不总是一致的。现实中，总有一些人善于思考如何去赚钱但他们却赚不到钱，而另有一些人并不太善于思考

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱的方法但他们事实上却很会做交易。如何识别一个人是勤于思考还是善于操作，对我来说是随机的，没有太好的办法。

在信孚银行，尽管我们采用了各种各样的新方法与新点子试图挖掘交易天才，但总是达不到目的。因为我们觉得交易和博弈游戏相近，我们很乐意雇用国际象棋冠军或是双陆棋冠军，但实践表明，这些人没有一个能真正干得非常出色。总的来说，没有两个天才是相同的。不是我们不努力，但确实是没有能找到事先识别交易天才的可靠办法。

对于那些准备像你一样长期以资金交易为生的年轻交易员，你有什么好建议？

他们应该尽可能去尝试各种金融交易以丰富其市场经历。我从不限制自己只做某一类交易，或是只在一个国家做交易，因为最能锻炼人的、最刺激的交易可能发生在世界任何地方。我的建议是，你大可不必过于在意自己是否能成为某一领域的顶尖专家。即使你觉得今天自己不能胜任某一领域的工作，但这并不代表明天你仍然不行，对专长的要求有时被人们过于夸大了。

詹姆斯·索洛维斯基（James Suroweicki）有本书叫《大众智慧》（The Wisdom of Crowds），书中大量例子说明：大众做事的平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均结果，要大大优于依据专家意见行事的结果。我们有时错误地倾向于把别人当成专家，比如，假如你问一位货币专家汇率正在如何变化，这些专家犯错的可能性，并不比随便问几个街上的路人犯错的平均概率要低多少。

交易员必须学会如何处理一些群体偏见和跟风行为，比如听信消息的交易。市场传闻通常会让根据基本面交易的基金经理的交易判断受到影响，因为他们在市场中直接接触这些传闻。但是，一般应与这些传闻保持一定的距离，把注意力放到数据上来。如何权衡流言的真假，没有一定之规。我们需要使用一些可靠的定量分析方法，通过分析资产价格便宜或昂贵到底意味着什么，来判断价格生成的内在原因。因此，我们需要将市场传闻与价值分析相结合。流言依然是不可忽略的，因为它会对市场的其他参与者产生影响，是推动市场变化不可或缺的。如果市场中没有任何传闻，而价格又便宜，那么也许它就将永远便宜下去。但是一旦涉及某个市场传闻，那么在你相信它之前，首先要去查看相关数据，将两者结合以做出正确的交易决策。

你是从哪里获取市场消息的？

我阅读大量的书籍与研究性文章，使用研究机构的服务，也非常认真地研读《经济学人》杂志的相关文章。如果有人问我如何进入全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

球宏观投资领域，我会告诉他从订阅《经济学人》杂志开始，坚持每周阅读，然后想想你这一周都从中学会了哪些你从前不懂的知识。

如果你了解到有一个新油田被发现，就应该开始思考它对交易的影响是什么。互联网也是一个很好的获取信息的渠道，一定要尽可能地研究一下你所读到的东西，并尽可能地思考世界上发生的任何事情与资本市场的关系。建立个人的交际网络并与一些聪明的人交流，也是非常重要的。

还有一个要点——不要害怕提问，更不要害怕被人认为是无知。要学会倾听，当你听到有趣的事情时要跟进。不要只是想“哈，这是个有趣的主意”，结果1年后发现你本该买入的公司股票已经涨了500倍。你永远不要对自己说“可能”“将要”和“也许”。当我发现一个自己并不太了解但确实引人瞩目的东西时，我会投入少量的钱尝试一下，就当是买了一个便宜的期权。

如果你只能得到《经济学人》上的市场信息，你能做好交易吗？

我认为自己可以做到。如果我只阅读《经济学人》杂志的话，我的投资组合应该是在下一个10年里做多亚洲股票资产。世界已经分化为一个生产中心（就是亚洲），一个消费中心（就是美国）。亚洲人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

口增长很迅速，人们每周工作60小时，工资却很低。另一方面，美国人一周只工作40～45小时，却为了购买更多的物品而借贷消费。欧洲与这两个地区相比，既不是积极的生产者也不是积极的消费者，而且人口增长也十分缓慢。

作为一个投资者，我当然愿意投资于生产者而不愿给消费者投资。但是在亚洲市场，我也同样打算购买价值型股票而不是增长型股票。我会详细分析所有的亚洲股票，并从中尽可能地挑选出最有价值的股票。

我购买了许多泰国地产股票，因为泰国拥有双顺差并且发展得很快。同样，我也持有了许多印度、韩国及中国香港的证券资产。但是，我不愿意做多中国股票，因为我不太适应那里的法律条款与交易规则，但是我确实相信中国目前做得非常出色，所以我正对那些与中国做生意的人加大投资，这也算是间接投资中国吧。

你认为未来10年亚洲面临的最大威胁是什么？

一个威胁就是如果石油价格持续保持高位，可能引发另一场亚洲危机。石油价格将在相当长的时间内维持高位运行，这将给投资者足够的时间退出。如果油价涨到80美元/桶，并在这个价位上保持较长时间，这将引发通胀抬头，我那时也要离开亚洲市场了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个威胁就是金融全球化倒退。如果全球交易量突然开始萎缩，保护主义重新抬头，我也将逃离亚洲市场。保护主义是一种以邻为壑的政策，会造成全球财富总量下降，不会起效果。

印巴之间的核战争，也是我对亚洲担心的一个问题。尽管从长期看来，在它们摧毁了对方时，应该买入，但这种灾难的爆发肯定会对现有的投资造成极为不利的影响。与核战争同样恐怖的是，未来30年内，这两个国家的人口将迅猛增长。

灾害与悲剧发生时，总是买入良机吗？

是的，看看俄罗斯、博茨瓦纳以及土耳其的情况，就知道事实就是这样。比如，当土耳其1999年发生大地震时，我们买进了大量的玻璃制造商的股票，因为我们知道每个人都将不得不换窗玻璃。土耳其股市当时所有的股票跌出了合理价格区间，我们就在这个时候尽可能地买进了大量的玻璃制造商的股票。

这个机会是由人们听信新闻报道产生恐慌带来的。新闻是随机发生的，当它表面上听起来是个坏消息时，但是那个时候通常并不太容易想清楚它究竟会产生什么后果。此时轻易改变头寸，往往不是一个好主意。这就是我为什么喜欢期权的原因之一，期权几乎涉及了精确的定量风险管理的所有方面，它就像雇用了某人作为你的风险经理一样。在管理风险的同时，我知道自己在未来6个月内还持有其他标的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

产。即使在持有期权时，其价值已下降了许多甚至是一文不值，我仍然将持有期权，因为你永远不知道未来会发生什么？

我曾经持有一个1年期欧元利率掉期的期权，在入手后不久，它就变得分文不值了。然而，就在离期权到期日还有两个星期的时候，掉期利率突然向对我有利的方向变化，并达到了我的期权合约执行价格。这样，在我持有这个期权11个月后，我以当初购买价5倍的价格卖掉了它。

自从你开始管理自己的钱时，你使用期权的次数增加了吗？

自从开始为家族理财以来，我更频繁地使用期权，部分原因是期权市场本身在过去10年间成长壮大了。当我最初开始交易货币时，期权甚至还没有出现。现在几乎可以找到任何一种期权，而且买卖价差微不足道。一般说来，我喜欢把期权当作管理资金风险的缓冲工具。有了它，我晚上睡得更加安稳。

谈到灾难事件，纽约世贸中心遭袭对你的投资组合有多大影响？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我真不记得那次灾祸对我的投资产生了多大影响。赔赚都有可能，如果一定要去猜测的话，我想可能是赚了一点钱，这也多亏了我们是期权的净买入方。平均来看，灾难发生时的资产价格波动将变大，因为每个人都很紧张，有更大的保险要求。

“9•11”事件对我的一个影响，就是再次证实了这样一个投资原则：投资组合中绝不能留有尾部风险，因为事情的变化总是无法准确预料的。

我举一个例子来说明在剔除尾部风险方面我有多谨慎。在2000年股市泡沫破灭之后，美联储开始降息，我认为美国有可能像日本那样陷入通货紧缩。我买入蝶式前端利率套利期权组合，也就是买入一个执行价格为2%的期权，同时卖出2倍份额的执行价格为1%的期权。这样，只要利率在0～2%范围内的任何位置浮动，我们都将赚钱。而且，这个期权组合的费用很低，我们最大的支出，仅仅出现在当利率恰好停留在1%时。

同时，我们坚持要银行卖给我们执行价格为0的期权，这样当利率降到0以下时，我们也能保护好自己。银行问为什么还要买入这种期权，我的回答是：“我不知道，也许会有人在纽约放核弹，利率将会下降为-25%；如果那样，我就赚大了。”他们觉得这个念头很可笑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际上，在这件事上我曾与另一个对冲基金经理有过较大的争执，后来他告诉我，他就是通过银行卖给我0的执行价格期权的那个卖方，他认为我对于市场波动性付出了过高的成本。我听了以后大笑说：“波动性与这个决定无关。波动性就是一个愚蠢的概念。我们都明白，也许任何事都不会发生，但发生的概率却是非常高，长期资本管理公司也认为，他们的资产组合只有600万分之一的机会可能破产，结果却破产了。”

隐含波动率是一个基于历史数据的波动率，但谁会真正在意过去的数据呢？它们是无关的。巨额损失可能在未来发生，它没出现在你依历史数据拟定的损失分布曲线上，你无法确定损失大小。如果某种损失从未发生过，你如何对冲它呢？避免这种未知风险的唯一办法就是完全剔除尾部风险。

在你的交易生涯中，最喜欢的交易是哪一次？

我印象最深的交易只赚了很少的一点钱，那是我第一次因相信自己能比别人更好而持有大量仓位。

这是瑞士法郎隔夜拆借利率交易，我觉得第二天瑞士法郎的利率将大幅上升，于是我在当天主动出击拆借了几十亿美元的瑞士法郎。结果第二天，我发现我赚了1个点的收益，那是因为那笔借款的隔夜利率为2.5个点[1]，归还时却只需要支付1.5个点的利息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然赚得不多，但我妻子依然记得我半夜高兴得大跳大叫：“我赚了，我赚了”的情景。这是我第一次觉得能看穿自己理解的一些事情并能有所作为了。我感觉到了自己有做事的能力，意识到自己之所以能赚到钱是因为拥有处理客户订单或与银行头寸周旋的才智。那时，对事物控制与把握的成就感和创造的快感同时到来，那种感觉真是妙极了。

能谈谈你最赚钱的交易吗？

最赚钱的并不是一次简单交易，而是一种与市场博弈的策略以及在交易过程中实现套利的方法。把这种理念应用到做多高收益货币/做空低收益货币交易中，曾是我最赚钱的秘诀。记得有一次我管理60亿美元的资产组合，运用这种交易策略，我大量购进了那些正受市场攻击的货币，持有数年之后获益匪浅。

我非常善于借鉴别人的好主意。事实上，我开始时并没有发现远期汇率偏差，是信孚银行一个同事从投资组合的角度发现了这个偏差，并写了一篇文章。我在个别货币配对交易中察觉到了这种偏差的存在，但从来没有从投资组合的角度深入思考。总之，那个同事打算把他的发现用于交易中，但由于太谨慎而始终没做。

我问他：“为什么你不实际操作一下呢？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他说："不敢，因为有时候可能低估风险，那样就亏了。"

我说："这么谨慎，你在开玩笑吧？"

接下来的一周，我首先投了10亿美元进行这种远期汇率偏差的套利交易，当我发现它确实有效时，就不断加大仓位越做越大。那时，别人都没做这种交易。从1986年开始我就大量地进行这种交易，而且在信孚银行工作期间从没亏过一次钱。我总能及时避开货币贬值，因为只要你仔细观察那些央行，就会发现一些清晰的信号，我会坚决地选择清仓离场。贬值是这样一个数字游戏过程，不要试图去抗拒大势或努力寻找赚那最后一点盈利的机会，一旦形势不对，应及时清仓。你可以等待，等不利的行情过去了，再回来继续交易，机会有很多。

当然，在我离开信孚银行之后不久，有一次，我持有的币种也出现了贬值亏损。那是在我开始为自己做交易后，我做多的芬兰货币贬值了。当时，我有点过于自信，以至于有些疏忽大意，因为在那之前我做这种交易从未失败过。那次亏损，提醒我必须继续保持谦逊的心态对待市场。

远期汇率偏差

有关远期汇率的经验研究表明，人们往往倾向于高估汇率的变动。根据无抛补（uncovered）利率平价理论，远期汇率是未来即期汇率的无偏估计，这意味着一份远期合约的期望收益等于0。然而，在现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代浮动汇率的时代，经验事实表明以主要货币的远期汇率来预测汇率变动，其结果往往比后来实际发生的汇率变动要大。这样，折价卖出的远期合约，一般能产生正的净收益；而溢价卖出的远期合约，平均来讲则会产生负的净收益。

资料来源：www.riskinstitute.com.

在过去几十年间，你除了那次在芬兰货币上亏损外，市场有没有在其他时候给过你教训？

在1987年的股灾中，我也亏了点钱，但损失不大。我一天内损失了900万美元，但那个月累积盈利已有1000万美元，结果是还赚了100万美元。

我也曾在其他尝试性的交易中有过令人胆战的败绩，但损失都不算太大。比如，我曾试图运用高低收益配对交易策略进入亚洲市场。我在香港市场上买进股票，并同时用恒生股指期货做空，以便在保持股票现货较小的风险暴露的同时，产生较高的港元收益。然而当1997年10月亚洲的股票市场崩盘时，香港恒生股指期货市场事实上也无法交易了。突然间，我感受到了信用风险。我持有这么多香港股票，却不清楚能否利用期货来对冲现货下跌的风险，因为当时有传言说香港的期货交易已经崩盘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在俄罗斯卢布贬值与长期资本管理公司重组期间，你是怎样应对的？

事实上，1998年是我交易最顺利的一年——当年我的净收益大约有90%。我是在那年秋天介入那场金融风暴的，当时我在做多波幅。当美联储开始降息时，由于我持有了那么多的欧洲美元的期货期权，大发了一笔横财。我在那年6～7月投入的600万美元，9月就涨到了4800万美元（见图4-1）。

我并不太清楚未来会发生什么，但我想这个世界是出问题了。波幅定价如此之低，这意味着未来将风平浪静，我在几个不同的市场中购买了1年期的期权，因为我并对未来没有把握。我并没有预计会有两件这样重大的事情在一个月里同时发生，但它们确实发生了，结果我们大赚了一笔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

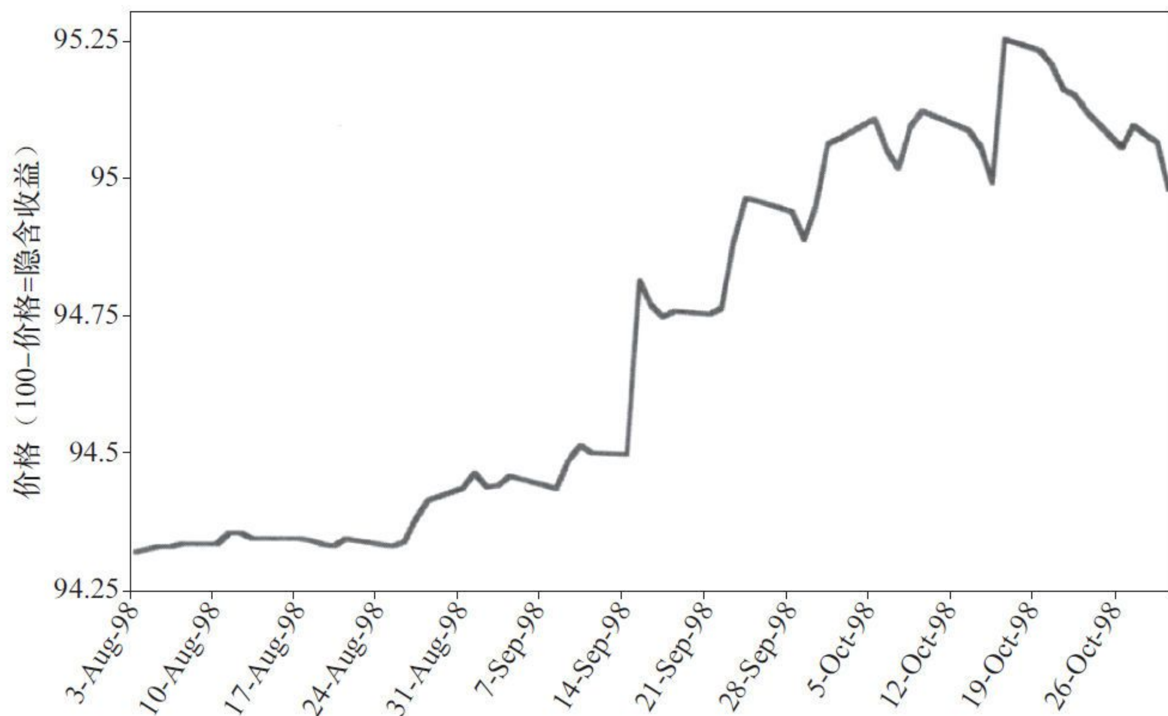


图4-1　欧洲美元期货（1998年秋）

资料来源：Bloomberg.

当长期资本管理公司重组时，在华尔街漫天飞舞的都是有关对冲基金破产的各种各样的谣言。我接到了摩根大通信贷部门打来的电话，他们告诉我将像过去一样和我们继续做交易，因为他们相信我的公司永远不会破产。他们说比较担心其他对冲基金，但并不担心我们，因为我们总是做多波幅。他们在电话中最后说，这可能是你最走运的一个月了。确实如此，那通电话着实让我感到开心愉悦。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是否认为我们现在有类似的情况：相对于失衡的形成与扩大，存在着波幅定价过低现象？

是的，但那是在预见的某些事件即将发生的情形下才应该这样认为，因为你肯定不愿意浪费很多金钱和时间来等待这种事件的发生。1998年，由于某些原因，我感觉到情况正在恶化。这或许是由于1997年的亚洲金融危机使我变得有些神经质了，我觉得还有些靴子没掉下来。就现在来说，我认为也有许多不利因素正在形成，我只是无法知道厄运何时降临。

我现在比较担心的一件事就是，信用风险成本太低了。信用违约掉期市场发展得十分迅速，现在到处都是可用的信用衍生工具，然而人们并不太了解自己承担的风险有多大。我认为很多像鲍勃·雪铁龙（Bob Citrons）一样采用许多信用衍生工具的人，并没有认真思考过一旦情况不妙他们将会损失什么。

人性的贪婪通常会使人们单方面地关注交易的盈利，这是非常危险的。现实的市场环境是，人们都在追求高收益但市场收益水平相对很低。要解决这一问题，一个办法就是采用衍生工具，你需要让渡一点额外收益给那些对市场有相反看法的人。市场可能向任何方向变化，包括那些被认为是最不可能发生的方向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你在交易时是否总是特别关注交易会出差错？

对风险我是中性的，我同时关注交易的收益与风险。要强调的是，通常人们更偏向于去寻找并验证某些所谓的有利信息。当人们对市场看涨时，他们倾向于专挑出那些支持市场上涨的评论，反之亦然。很少有人会去注意那些与他们个人判断不一致的反面信息。关于人们是怎样去处理与解决问题的，心理学家曾做过试验，结果发现人们习惯于去寻找那些与他们潜意识相一致的信息，而容易忽视那些相反的信息。

我在做交易时，特别关注那些与我个人判断相反的信息与证据。这样做很难，我不得不经常问自己：为什么我相信某件事会变得更糟，而不是会越来越好？

鲍勃·雪铁龙

1994年12月，加利福尼亚州奥兰治县投资资金池遭受了超过16亿美元的损失，创了地方政府投资损失的纪录，导致后来奥兰治县政府财政的破产。奥兰治县的财政局长——鲍勃·雪铁龙，是75亿美元市政基金运营的最终责任人。这个市政基金主要是为奥兰治县的学校、城区及特别区域的工程项目以及城市自身运转所需的一般性公营业务提供融资。雪铁龙重仓并持有了反向回购协议与反向浮息票据。浮息票据是一种利率衍生工具——当利率上升时将支付低利息，而利率下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降时将支付高利息。因此，这种衍生证券对于利率变化极为敏感。雪铁龙的高杠杆策略（通过反向回购协议，资金杠杆大大提高了）是基于利率要么保持不变要么下降的市场预期的推测。在那个时期之前，由于长期利率通常会高于短期利率，雪铁龙选择了借长贷短的操作策略。然而，1994年美联储开始了一系列的加息，这导致短期利率的迅速上升以及收益率曲线的走平。对于投资于反向浮息票据的投资者来说，同时还要满足反向回购协议的担保需求，这简直就是一场灾难。

你如何理解全球宏观投资策略？

全球宏观投资策略意味着乐意去寻找每一个投资机会，它可能出现在每一种资产类别和全球任何一个国家中，包括从微观形势到某个国家的经济状况。全球宏观投资策略通常将自上而下的国家分析和自下而上的公司微观分析结合起来。在许多情况下，当做出国家层面的投资决策之后，还要根据我们的宏观视角来深入研究行业里的公司。

看一下前南斯拉夫的例子。从投资的观点来看，我们觉得这是一个值得投资的地方，因为我们相信欧洲希望展现其重建南斯拉夫的能力，以证明他们并不只是擅长派军队到那里去。同样，尽管波斯尼亚是一个伊斯兰国家，而且面临着土耳其加入欧盟的质疑，但欧洲人却急于想表明他们并不反对穆斯林，那只是土耳其自身的问题。所以我们喜欢这个地区，因为在重建这个地区的政治议程的大背景下，资金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

将蜂拥而入。但问题是无法去兑换南斯拉夫货币，南斯拉夫也没有债券市场，这样我们不得不涉足股票市场。可是南斯拉夫也没有股票指数，因此我们不得不分析这些公司的微观细节，以决定应该买哪只股票。我们喜欢南斯拉夫的宏观层面的原因是它即将被重建，我们买了大量塞尔维亚的建筑类股票以及基础设施类股票，像电信、能源和许多波斯尼亚公司的股票。这就是一个用微观风格来表达宏观主题的典型例子。

全球宏观投资策略仅仅表示你将自上而下地展开分析与工作。开始这项工作的一个简单办法，就是区分出状况良好的国家与状况糟糕的国家。我们将双顺差的国家定义为状况良好的国家，而将双赤字的国家定义为状况糟糕的国家。在发现了一个经济形势不错的国家后，我们将做进一步分析并自问："我们在这个国家能干些什么？为什么这里形势会这么好？"当我们发现状况不佳的国家后也会自问："这个国家哪个行业是最糟糕的？根本的问题出在哪里？它的货币会贬值吗？这里的股票市场是否会崩盘？"

发现一个经济状况良好的国家并不意味着我们必然将做多其货币或是股票。在特定的时点，每个市场都可能存在的交易机会。以美国为例，它是一个双赤字国家，我们可能今天卖出美元，但并不意味着我们要在美国股票市场上做空。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全球宏观投资策略意味着在准备开始投资之前，要寻找哪些国家、哪类资产值得投资。一旦我们大致确定了投资对象，和当地投资经理专注于个股的价值分析一样，我们仍将尽可能深入细研其投资价值。以印度为例，我特别喜欢印度，在印度市场上我可以做许多事情。我可以买卖卢比，可以投资印度债券市场，也可以投资印度股票。最优先考虑的是进入印度的股票市场，我会去找印度最好的股票投资者，进行深入交流，帮我识别哪些股票应该买。不要简单地因为我是一个宏观投资者，就误以为我不会从微观策略角度观察问题。

实钱理财

实钱理财是那些“只做多不做空”的资产管理者的一个专业术语。实钱理财相对于对冲基金而言，意味着用无资金杠杆的方式进行管理，而对冲基金则时常用到借来的钱。比如，公司的养老基金、大学的捐赠基金、互助基金或公众的养老基金，都属于这个范畴。

你从业以来，全球宏观投资策略都有哪些变化？

首先，作为一种趋势，越来越多的钱被投入到全球宏观市场。其次，市场交易策略变得更为定量化与分析化。当我们在20世纪七八十年代开始做交易时，主要靠的是直觉。那时，做交易是很有趣的，但现在变得更科学化与定量化了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了说清楚全球宏观交易策略的变化，我花了许多时间思考实钱理财与对冲基金的差别，琢磨它们彼此不同的原因。我们都是在同一个市场中博弈，为什么对冲基金经理和好的实钱理财经理创造的回报差别如此之大？

当你查看统计数据时，会发现这二者具有不同的收益分布曲线，二者之间并不相关。从投资分散化的角度来说，组合式投资确实是一个有吸引力的主意。但因为主要是管理自己的钱，我倾向于在长期内创造最佳的投资回报，在“风险—收益曲线”的有效边界之外去追逐长期高收益，对我来说具有很大的吸引力。

我总结了对冲基金与实钱理财基金之间的三个主要差异点。第一个是风险管理。风险管理是关键，而精明的实钱理财基金，像哈佛管理公司（Harvard Management Company）或耶鲁大学捐赠基金（Yale Endowment Fund）主要将分散化投资作为风险管理工具。它们既没有止损工具，也不信奉对投资组合进行微观管理。它们一开始先对资产进行组合分配，然后重新调整权重，事实上，这样做在许多情况下增加了风险。

我们可以用一个简单的案例来说明这个问题。例如，实钱理财经理开始将资产分别投资于债券与股票各50%，但后来股票下降了20%。这样，他们现在大约持有的投资组合是45%的股票与55%的债券。为了使其资产组合分配的权重保持稳定，他们卖掉了一些债券，再买一些

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票，将股票与债券的比重重新调整为各占50%。如果股票市场再下跌20%，他们又再做同样的操作，以保证股票与债券的权重大体稳定。最后，如果股市像俄罗斯市场或纳斯达克一样不断下跌，那么他们将随着时间的流逝承担越来越多的风险，并使资产价值大大下降。

与实钱理财完全不同的是，对冲基金的操盘策略将在设定的止损点坚决止损。许多时候，对冲基金经理会察觉杀入市场的风险损失可能会高于在场外观望的踏空成本，他们会宁愿持有现金而保持空仓或轻仓状态。然而，实钱理财的投资哲学是“如果不持仓，就无法获得风险收益，而这恰恰是长期内要达到的目标”。这种投资信仰与思路上的差异，或许可以很好地解释为什么实钱理财与对冲基金在市场上的表现存在如此大的差异。

实钱理财与对冲基金的第二个差异是杠杆。前者不使用财务杠杆，其投资组合规模仅限于管理的资金量。如果用捐赠基金或养老基金的一部分钱投资给对冲基金，而这个对冲基金的经理采用了6倍的财务杠杆，当然此时理财经理也承担了一定的财务杠杆，但最大风险仅限于他投到对冲基金的那部分资本。这有点类似于期权金。

对冲基金或宏观基金，与实钱理财的第三个主要差异在于它们的资产选择偏好不同。理财经理仅能在特定的资产范围里选择，而对冲基金经理更愿意或者说被允许去到处发掘高风险、高收益的风险溢价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总体上来说，我相信实钱理财基金也同样想通过风险溢价这种方式赚钱，因为不这样做将很难得到可观的投资回报。也许在少数时候，市场崩溃或暴跌给我们提供了大量吃进廉价筹码以获取暴利的机会，但长期来看，更多的时候你只有在市场上做多，才能获得更多的回报。

看多或者持有资产是比较容易做到的，长期来看也是更正确的选择，资本市场将因你承担了风险而支付风险溢价。如果你期望精明理财，只需要把钱交给专家就可以了。通过投资组合和长期运作，你可以期待在未来得到较好的投资回报。只要耐心等待足够长的时间，你一定会因为持有的资产承担了风险而获得超额回报。所以，如果你想这样做的话，就应该做多。但为了获取风险回报，仍需加倍小心，选择好入市时机。

回过头来再看看规模较小的实钱理财基金，为获取风险溢价，耶鲁捐赠基金投资范畴包括7类资产，哈佛管理公司则有11类。问题在于，哈佛管理公司为什么不投资于第12类资产呢？他们应该关注其他一些与其投资领域不相关的资本市场（如外汇市场），作为其获取风险溢价的来源。他们可以分配一定比例的资金投资新的标的。按照马科维茨的投资组合理论，就是用正确的资金配置经营有效的投资组合边界。但是，哈佛管理公司没有这样做。像外汇市场或期权市场这类

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产，尽管事实上能够带来风险溢价，但却没有被纳入他们的投资范畴。

作为对冲基金，我们将不设任何限制，努力寻找任何可能的投资机会。货币市场是全球宏观对冲基金特别青睐的一个市场，我们通常在那里能获得可观的风险回报。我可举出3种货币风险溢价的类型，但我不认为理财经理认真地想过如何系统地从中谋利。

1.高收益货币vs低收益货币

在前面谈到我为信孚银行操盘基金时，曾讨论过这个话题。这是一个比较容易操作的交易策略，目前有大量研究都在探讨如何做好这种交易。有时这种策略不会奏效，但在几年之后，它会带来意想不到的回报。一般来说，市场会给投资者比实际应得收益更高的补偿，因而投资者可以从中获得风险溢价。

2.短期期权实际上隐含了保险费，这意味着资产价格的短期波幅会非常高

人们购买短期期权，是因为他们期望未来会有一个大的资产价格变动来套利。只投入一点点期权费，希望能赚到一大笔钱，一般来说，这种机会并不多。尽管赚的时候的确能赚一大笔钱，但如果他们只做一个方向的交易，最终还是可能会亏钱。同时，如果一个交易员只是单向地卖出短期波幅合约的话，一般只会赚到一点小钱。这是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个不错的交易，它与在赌场中的博弈游戏没有太多不同，也存在可获取的风险溢价。

3.相对于期货的日常波幅，长期期权定价要贵得多，但比期货即期价格变化便宜许多

我们必须分清波动性与货币未来价格变化之间的区别。由于期权卖方（投资银行）要每日对冲其持有的现货头寸风险，他可以通过卖出期权来赚钱。一些期权买方并不对冲其风险，而是允许现货头寸价格远离执行价格，以利用有利的价格变化趋势赚钱。这样，长期期权的买方与卖方都可以赚到钱。期权卖方的利润来源于抽取的期权费，而期权买方的盈利则来源于对现货市场的价格趋势的正确判断。

外汇市场上另一个显著特征是外汇市场上的日常波幅异常高，远超过信息不确定性带来的波动。例如，2001年7月欧元兑美元汇率从底部大约0.83美元开始启动，到2004年1月已上升为1欧元兑1.28美元（见图4-2）。在900天内欧元大幅上升了45个点，平均每天大约有5个基点的涨幅。假定1月期的期权平均波幅在10%左右，这相当于平均每天波动约75个基点。这样信噪比约为1：15，也就是说，价格波动中的噪音含量约为真实价格的15倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

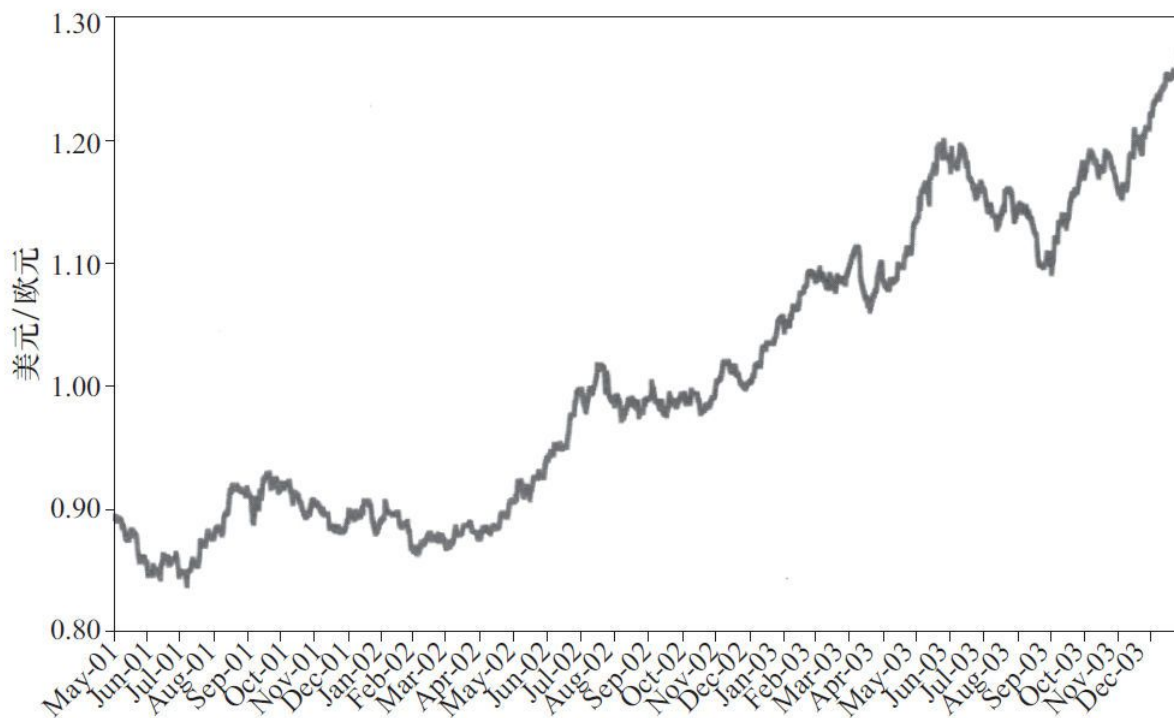


图4-2　欧元（2001～2003年）

资料来源：Bloomberg.

噪声毕竟只是噪声，不会真正驱动货币价格的变动，它在长期内对价格的影响必然会大体上达到正负相抵。认识到了这点，我们在交易中就可以采取均值回归策略。短期内的每天或每周都进行均值回归操作，是一种十分愚蠢的做法。你只需要在市场变化到事先设定的卖点时，才需要去卖；而当市场变化到预定的买点时，再把它们买回来，在此期间你要学会等待。平均意义上讲，你将会随着时间推移而赚到钱，或者说获得风险溢价回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

总的来说，你可能会因为购买期权而花销过多，你并不介意吗？

是的，特别是当你购买的期权一个月后到期而没有获得收益时，你可能会觉得花了冤枉钱。许多人认为付出了过多期权费用，因为有研究表明市场隐含的波动性要高于其实际波动性。情况往往就是如此，卖方必须有意愿发出期权给你——借此赚点钱。期权买卖双方的差别在于，期权卖方通常要进行德尔塔对冲（delta hedge），而买方却什么也不用做，因此必须给卖方一些补偿。你必须认识到在事前购买期权所多花的期权费并不冤，因为你既不用做什么，也不需要为所有工作付费，付钱的是市场本身。期权卖方通过德尔塔对冲赚钱，而你则需要为实际波幅付点钱。而在设计合约时，没有人事先知道未来的波动性有多大，尽管后来得知期权的隐含波动性要大于市场的实际波动性。

我们曾对外汇期权市场做过专门研究，采样的时间追溯到1992年，样本范围十分广泛，包括了许多组货币，而其1年期的鞍式期权每天都被买进。结果发现隐含波动率在年度水平上确实要高于实际波动率，但即便如此，购买鞍式期权仍然是赚钱的。对这种结果的一个合理解释是，1年期鞍式期权购买人的动机并不在于德尔塔对冲风险，而是为了专门赌未来货币市场价格大大偏离期权执行价格，从而获取暴利。在一个较长时期内市场中有可能会出现这样的机会，市场价格较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大地偏离1年期鞍式期权合约的执行价格，从而使期权的买方在扣除其期权购买费用后仍有盈利。

举个简单的例子，假定欧元每天中午会上升10个点，市场认为这种情况下波动性为0；1年后欧元将升值22个基点，因为一年有220个交易日。如果1年期鞍式期权约定的执行价格为1.2美元/欧元，当1年后欧元实际价格为1.42美元/欧元时，二者价格就产生了较大的偏离。同时，期权的卖方会跟你说："伙计，你为那个期权合约多付钱了。实际的波动性为0，而我是收了你9%波幅的费用。"这时，你也许会觉得不合算。

然而，这并不是一个愚蠢的交易。因为你在支付4.5%期权费的同时，你却可从货币市场获得约15.5%的回报。现在，这种交易是我们经常做的。每个星期五，我们都会购买1年期鞍式期权。我承认这样做有点笨，但我认为在来年的某个时候，总会出现让我们有利可图的趋势，这样我们就能赚钱了。好了，现在来回答你的问题，是的，我们确实会因为购买期权而多花钱，但这并不表示我们不能赚钱。如果期权的到期日足够长，价格变化趋势有可能变得对我们很有利，到那个时候，多支付的期权费用就算不上什么了。

在整个投资组合中，这种期权交易应占多大比重？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们并没有关注这个问题。我们考虑的是：如果现在起，1年内每种货币的即期价格恰好等于它1年前的价格时，我将亏损多少。也许可能出现两年内价格行情都不变，它们的期权自然就不值钱，但事实上这几乎是不可能发生的。

有鉴于此，我们决定拨出6.5%左右的净资产来从事这种期权交易。每周我们都对5对货币投资大约12.5个基点的期权费，但我们并不是每周都买同样的期权，而是购买那一周内我们认为是最便宜的期权。

如果你分配6.5%的资产用于一种策略的交易，这是否意味着你在组合中通常会同时采用大约15种不同的交易策略？

这是我们最终想努力做到的，我们还没有那么聪明，但我们也在向做得好的实钱理财基金学习。比如，前面提到的哈佛管理公司以及耶鲁捐赠基金就做得相当聪明。它们在过去10年里创造出年均16%的年收益，这是一个很了不起的数字，特别要考虑到它们是在不使用财务杠杆的情况下取得这个业绩的。

我们总是打算领先它们，进而领先市场一步，这样我们做了大量有关它们的长处以及进一步改进的研究。我们从中学到的最好理念就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是应该大胆地投资，如果不去投资，就不会持有可能获得风险回报的头寸。同样的道理，如果你拥有空头头寸，这意味着你在付出风险溢价，那就需要双倍的正确。

关于为什么投资的资产种类应该分散化，已经有许多有趣的研究对此进行了说明解释。有一份研究报告分析了1992～2000年标准普尔指数，结果发现如果你总是长期持有该指数，会获得年均16%的投资回报率。然而，如果你在这9年间的10个最好的交易日内恰好空仓，你将损失5个点的收益而仅仅能获得年均11%的投资回报率。这二者之间的收益差别如此之大，如果真是这样，你会多么懊恼错过了这9年间的那10天啊。

你是否正在从依靠直觉捕捉市场时机和发展趋势的旧的全球宏观模式中走出来？

你说的很对，确实是这样。我们认为未来需要把理财基金的优点与对冲基金的优点加以结合，创造出一种新的投资范式。

实践理财基金与对冲基金的一个显著区别就是赎回问题。大学的捐赠基金没有赎回问题，家族账户也没有这类问题，管理的资金几年内都是稳定的，所以可以进行长线投资。然而，对冲基金业通常的投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资期限为1～3个月，这使得基金经理时常要承担一些无谓的风险，而且不得不放弃一些长线投资机会。

比如，是注重基金的当前价值还是着眼于基金的成长性。长期来看，价值型股票通常都比成长型股票的表现要好，但在以3个月为持有期限的短期内，基金经理常被迫卖掉它们。价值型股票长期的表现比成长型股票优异的原因，是因为按市场定义的那些所谓的成长型股票，价格在短期内通常会被哄抬得太高。公众一般都会投资那些未来预期表现良好的股票，这种投资思维对于像微软这样的企业是十分有效的。大多数成长型股票会有2～3年的突出表现，然后向均值水平回归。成长型股票在中长期内会出现均值回归现象。

如果你真着眼于长线投资，首先，你应该在全球范围内来选择那些可能给你带来风险溢价的股票。其次，你应该选择那些在中长期内平均来讲上升空间大的股票，具体来说，就是在全球有价值的市场上选择价值型股票。

作为一个家族资金账户，我们可以不必太考虑赎回问题而进行了长线投资。我做投资决策时，通常都是以30年或40年为限。这样，我可以不必频繁地进出市场。比如购买加纳的价值型股票，因为我觉得加纳是个有趣的国家。我在3年前买入加纳的股票，加纳股票市场的实际表现比我知道的任何一个市场都要好，自从购买加纳股票以来，它已经翻了好几倍了（见图4-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

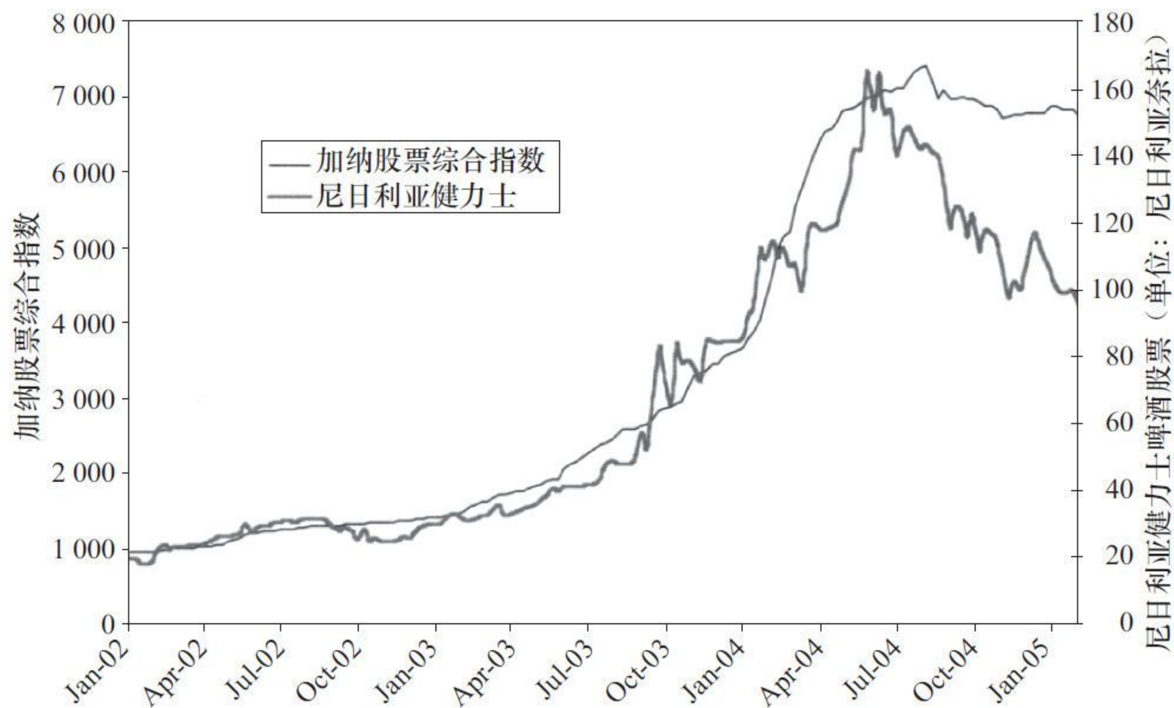


图4-3　2002～2005年加纳股票综合指数与尼日利亚健力士啤酒股票

资料来源：Bloomberg.

你怎样发现加纳这样的市场？

旅行、聆听和阅读。

加纳就是我在阅读《经济学人》杂志时发现的，讲述了该国总统库福尔的一些事，详细介绍了他的经济主张和政策。他给我留下了深刻的印象，我开始积极关注这个国家的经济走势，并最终决定投资该国的股市。另一个例子是尼日利亚，多年前《经济学人》曾报道了一些尼日利亚的情况，那里啤酒的平均消费量从34升下降到3升，后来又

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回升到4升。这个消息让我意识到那里有生意可做，因为在那样热的国度，啤酒的消费下降了90%肯定是不正常的，事实上，那时啤酒的消费量也已经开始反弹了。所以我们决定开始购入尼日利亚的健力士啤酒的股票，结果在过去3年里股价一路飙升（见图4-3）。获得这个超额回报的决策并不需要太精明的分析，普通人也可以做得到。我想许多基金之所以不敢涉足这些市场，主要是担心很难向他们的客户清楚地解释那里的政治风险、流动性不足以及其他各种可能的风险。但对我来说，所有这些担心都不需要，我只需按照自己的分析执行就可以了。

为了得到好的业绩表现，你是怎样构建投资组合的？

出发点是要思考我们的钱应该投向何处以赚取风险溢价回报。我们把投资组合分散到5大类资产，并且每类资产都分配20%的资金。应该承认，与哈佛管理公司或耶鲁基金的积极微观管理相比，这种分配办法略显粗糙。

这5大类资产显然包括了股票。总的来说，股票在全球市场上都是能赚钱的，未来也会是这样。公众之所以愿意把钱投资给企业去运营，是因为他们预期未来会获得更多的回报，否则就不会有人买股票了。对于股票，我们采用不同的定价工具来评估它的价值，比如市净率、市盈率以及价格与市值现金流比率等。就像我前面说过的，投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市时千万不要因各种市场中的小道消息而盲动。一个简单办法就是通过数量分析来决定什么是最便宜的股票。一旦你发现了相对被低估的便宜股票，你要去找一些相关的消息来核实它是否应该如此便宜。也许某只股票价格处于低位，只是因为没有好信息支撑它的价格上涨，这种股票的价格也会持久地保持在低位水平。

从全球视角来看，我们会在世界范围内寻找那些股价相对便宜且我们认为有增长潜力的新兴市场，然后会问自己：“这个国家的政治状况如何？经济形势如何？我们看中这个国家的哪点，理由是什么？未来形势将如何演变？”

在此基础上，下一步就是寻找有热点题材的消息，这里有一个我们很喜欢举的例子就是印度。我们长期看好印度，认为它在全球服务业中的表现会更突出。由于中国的制造业正以令人难以置信的速度在增长，我们认为印度的服务业在下个10～20年会同样取得类似的迅猛发展。

印度之所以能大规模地发展外包服务的背后原因，是因为技术以及运输成本的降低，加速了服务业转移。例如，英国的国民保健服务体系（National Health Service，NHS）为本国居民提供非紧急状况下医疗旅游的花费开销。英国允许英国人到印度做手术，并报销费用。因为在英国本土排队等候治疗的病人太多了，部分病人到印度来治疗不仅不用长时间等候，而且费用也相对较低。谁会想到医疗服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也可以外包呢？这个例子启发我们去思考那些以前从未想到过的服务行业，它们是否也可服务外包呢？这里还有另一个例子可以说明这个问题。去年，大约有20万美国人通过会计事务所进行电子报税，而真正的会计工作却是在印度完成的，今年估计这个数字可以翻5倍，人数将达到100万人。在这个变革的时代，对于资本市场、通货膨胀以及其他事情来说，都在发生着有划时代意义的变化。

因此我们在股票篮子中给印度市场分配了份额，我们认为那里将发生一些让人意外惊喜的事情。接下来我们会进一步寻找印度市场上最有价值的投资标的，并分析它是否会变得更有价值以及原因。除了外包服务，我们也会研究印度其他的行业或部门，比如原材料供应行业；寻找哪些企业会从印度的未来增长中获益最大，比如基础设施类公司。

关注股票的另一个大的视角，就是日益上升的能源价格。猎鹰基金大约有20%的资金投到了股票中，而我们将其中的10%～15%都投到了与能源相关的股票品种上。

我们选择股票种类的标准是，它不仅在绝对收益上能给我们带来投资回报，而且其相对表现要优于全球任何股票指数。我们采用经典的对冲基金风险管理的办法，一旦情况开始变得与我们的预测相反时，就会及时止损减仓。我们懂得如果市场指出我们错了，那么我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就错了，及时改错平仓就是了。只要判断及时，买卖价差并不算太大，判断失误的交易成本也就不会太大。

另一个大的资产种类就是固定收益证券，它能够系统地给我们带来风险溢价而且有助于控制投资组合的风险边界的下限。艾尔罗·迪姆森、保罗·马什与迈克·斯汤顿三人合著的《乐观主义者的成功》，是一本风靡全球的有关风险溢价的书，该书对债券类资产做了十分全面的阐述。平均来讲，由于债券总是能提供正的风险溢价回报，所以你应该有理由在中长期内放心地持有固定收益证券。债券没有股票的投资回报高，是因为债券的投资风险要远低于股票，而能够使用财务杠杆则是其美妙之处。当投资组合中的风险有20%是来自固定收益证券时，这并不意味着只是把20%的资产投入固定收益证券。在这样做的同时，利用财务杠杆效应，就可以做更多有趣的事情。

举例来说，你可能会利用你40%的资金购买短期债券。当使用财务杠杆时，你会期望以最高的夏普比率来控制风险，因为你是用借的钱来扩大投资规模的。实际上你会发现最好的夏普比率就出现在2年期以内的固定收益证券上。

从绝对收益角度看，2年或更短期的债券肯定没有10年期的债券高，因为短期债券的收益率通常都是很低的。但是从“风险收益比”的角度来考虑，就完全不同了。由于短期债券良好的流动性与低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风险性，你可以采用5倍的财务杠杆，这样，在承受同等风险的情况下就可获得比10年期债券更高的投资回报率。

正是由于这个原因，对冲基金可在承担同等风险的情况下获得比实钱理财基金更高的投资回报，因为后者不利用财务杠杆扩大投资规模。我们会花大量的时间来研究每一类资产的财务杠杆比率，虽然每类资产都不相同，但却都可以使用财务杠杆。

我们投资的第三大类资产就是外汇，我们前面曾谈过这种资产，这是任何理财基金都不涉足的领域。

我们选择的第四大类资产就是商品。与我们商品期货合约中的商品相对应，我们有一个投资商品的篮子，而商品期货在给商品生产者提供保障的同时也给我们提供了较高的风险溢价回报。长期来看，通过在二级市场上低买高卖，我们可从商品期货交易中系统地抽取内在的风险溢价回报。这种交易每年平均能带给我们6%的实际回报率。我们进行这类交易的时间不长，也是受到了一位耶鲁大学教授在美国国民经济研究局发表的研究成果的启发。

最后一类给我们提供风险溢价回报的资产是房地产。作为一个小规模的家族基金，我们不可能大量购买房子，但我们可购买与房地产相关的股票。一般来讲，房地产相关的股票的投资回报与购买地产的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差别不会太大。地产股票的价格要比实际房价的波动性大，但历史数据表明前者的实际回报比后者还要略高一些。

实钱理财基金投资房地产的方式，通常是基金经理外出调研，然后实际购买办公室或住房，再将它们租出去并加以管理。这种方式的投资回报非常依赖管理者的管理水平。而我们则只需要在全世界寻找便宜的地产股票就可以了，因为当我们发现了一个相对便宜的地产公司时，会很乐意去购买它的股票。事实上，我们投资过的地方很多，包括波兰、芬兰、瑞典、西班牙、中国香港、印度尼西亚、新加坡以及中国台湾等地，但是，我们却不在世界上任何地方拥有一间房子或是一块土地。类似地，我们也会投资与房地产相关的银行、开发商、建筑商、土地银行以及地产投资信托公司的股票。

投资房地产股票的资产份额，与分配在股票上的20%的资产份额与有何关联？

我们投资房地产股的时间还不久，还没有得到可靠的数据，我只知道这块一直做得不错，当然这并不能说明什么。全球范围内，目前房地产业正处于高峰期，如果我们发现它开始走下坡路，会及时止损退出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们并不是在所有时期都投资于这5类资产，所以这和精确的科学无关，如果这5类资产中每一类资产比例所累积的风险占到全部风险的20%的话，我们会非常开心，但是我们还没能做到这一点，我们还在继续微调投资风格。

除了这5大类主要资产之外，我们还可能会投资最后一类备选资产，这就是我们所谓的绝对收益（absolute return）。这种超额收益来自我们对市场中绝少遇到的机会的大胆把握。运气好的时候，我们每年能发现两次机会——专门捕捉那些价值被低估的超跌资产。运气不好的时候，可能要等待一年半的时间才有机会操作一次。当发现市场中存在这样低价超跌资产的时候，我们会用大约10%的资本建仓。这些超跌资产的价格通常会翻2～3倍，这将使整个投资组合的收益额外增加10%～20%。在过去8年间，我们抓住了六七次这样的机会。

你能列举几个绝对收益的成功交易吗？

1997年黄金远期合约的曲线一直倾斜向上，我们觉得有点不合常理。当时黄金现货价格为310美元，而5年期的远期黄金价格则为380美元。按当时的黄金远期价格曲线与即期黄金价格波动率来说，5年期的交割价格为300美元的认沽期权合约定价仅为3美元，收益与风险比极具吸引力。如果大量买进这种期权合约，而金价未来仍超过300美元，那么每份合约的风险仅仅是3美元；若金价未来跌为0美元，则每份合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约可带来300美元的收益。金价跌为0美元并非完全不可能，比如，因为某些原因黄金作为价值储藏的功能不存在了。结果我们以3美元的价格大量购进这种期权，并在两年后以18美元卖掉了——那时，黄金的即期价格为258美元（见图4-4）。在这笔交易中我们赚了6倍。

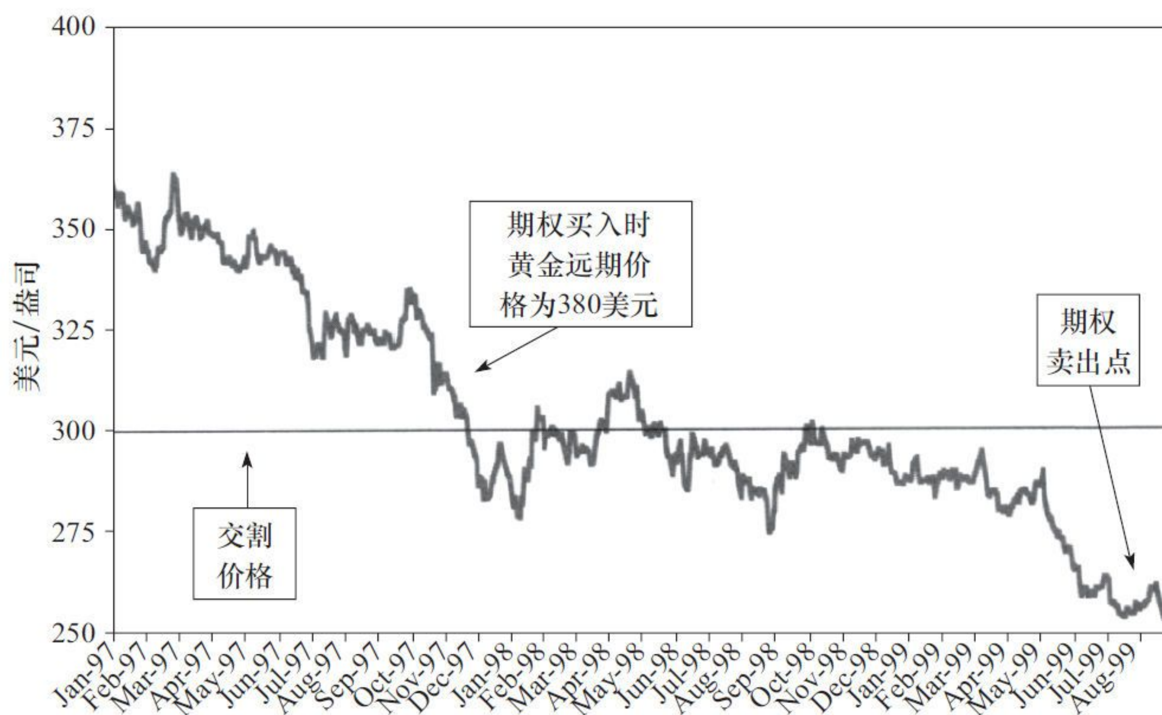


图4-4　1997～1999年黄金价格走势

资料来源：Bloomberg.

我们另一个绝佳的交易，是通过不断买入利率期权来对通货紧缩进行下注，在利率下降时我们将获取回报。我们在1998年时以最低价格买进了不少美国与欧洲的利率期权，结果在2000年股票市场泡沫破灭后，我们的投资获得了好几倍的回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个值得称道的投资是在1998年投机失败之后，我们在1999年又大量买进了俄罗斯的股票。当俄罗斯的股价跌到了其1992年的水平时，我们觉得那是再次返回俄罗斯市场的时候了（见图4-5）。

绝对收益类的资产给我们了一个可遇而不可求的赚钱机会。未来对冲基金的整体投资理念，就是要有能有效地将系统性的与非系统性的赚钱机会结合起来的能力。在这方面应该承认我们仍然比较弱，仍需要更多地依赖系统性的交易，有时甚至不得不消减一些零息债券的份额以赚取更多的风险溢价回报。当出现绝对收益机会时，究竟是投资货币、债券、商品、房地产还是股票，并没有太大关系。应该承认，我们并不比别人聪明多少，因此我们应该通过大量的学习以及与一些聪明人聊天，学会从总体上思考问题，这样我们能变得更聪明，从而能更好地把握市场。经过日积月累的修炼，一旦出现好机会，我们就能幸运地抓住，并为自己带来超额投资回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图4-5　1996～2004年俄罗斯股票指数走势

资料来源：Bloomberg.

我们真的没有任何理由不做好系统性的交易，因为只要你去参与这种投资，就会获得6%～8%的年均投资回报。许多人认为每年8%的预期收益率已经很让人满意了，但我们的目标远高于这个标准。真正卓越的投资回报，源于有效地结合系统性与非系统性的投资交易策略。只要你拥有丰富的经验，经常沉浸在资本市场当中，当某些事一闪而过的时候，你就能抓住机会。当你在不断地阅读学习，不停地思考分析并一直试图与许多聪明人交谈时，你就可能抓住像冰岛那样的与通货膨胀相关的住房债券的投资机会。一旦有这样的好机会，要尽可能多地投些钱进去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一旦出现诸如印度尼西亚重新资本化市场机会或是土耳其远期外汇市场这样的交易，都应挑起你的好奇心。系统性地去发现这类非系统性交易，唯一要诀是如何找到通向世界的正确路径。我们坚持不懈地每天审视全球主要市场，以寻找可能出现的非系统性的偶然机会。世界这么大，有成百上千的交易机会，但我们肯定会错过其中的99.9%。很难用准确的语言来描述非系统性的偶然机会，因为它是可遇不可求的。要采用系统性的分析方法与策略进行大量考察，在大脑中建立一个隐含的数据库，让你判断哪些东西的定价是不合理的。

我们也雇用了许多量化分析师系统地对世界各地资本市场进行研究，同时我们使用价格信号帮助我们思考。我们还拥有可同时监测全球10000个资产价格的模型。每天一走进办公室，他们就会交给我一份名单，上面有20～30项可能出现价格错配的标的。例如，有一天他们让我看捷克股票市场，因为那里似乎有情况发生。我看了看捷克股市的盘面，并进行了深入分析。上一次我是在2个月前随意浏览过捷克市场，这种系统机制使得我能够及时地关注那些我在正常情况下没关注到的市场。如果计算机系统通知我应该关注某个东西，比如印度的银行股、瑞典的货币掉期或是加拿大美元，我没理由不去查看。我们正努力开发一个由计算机驱动的系统来识别价格的非随机性异常变化，当然我们并不会完全按照它给出的信号进行交易，只是将它作为一个研究工具。将来，也许这个模型可以发展成为交易系统，那就太棒

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了。我们知道，目前有一种叫商品交易顾问（CTA）的交易模型，还是挺管用的。

卓布尼的全球会议，2003年3月

让吉姆·莱特纳自豪的一次交易：冰岛通货膨胀联结住房债券

拥有财政预算与贸易盈余、独立的中央银行、正经历着通货膨胀与降息，在这样一个经济体中，你如何去获取高收益？莱特纳举了冰岛的例子，那是一个完全被金融界所遗忘的角落。

经历了5年的强劲增长后，冰岛经济开始快速降温。于2001年独立的中央银行，开始采用降息政策刺激经济。伴随着前些年贸易账户的高赤字转变为大量的贸易顺差，曾大幅贬值的克朗也逐渐走强并仍然十分坚挺，尽管它已从其最低点回升了15%。总的来看，去那里投资是不错的选择，未来将有大量资本涌入这个国家。

冰岛与通胀联结的住房债券的年实际收益大约为5%，大大高于世界上其他地方的同类债券（收益第二高的地方是新西兰——约为4%）。由于冰岛当时趋于下降的通胀率仍在2%以上，故投资其通胀联结住房债券的年收益将超过7%，而冰岛当时的短期利率仅为5.8%。

这种债券是冰岛流通的主要债券，并由政府担保。此外，还有一个应该投资这种债券的理由就是该债券的流通盘较大，共有40亿美元的发行额，这保证了该债券的良好流通性。这些债券的主要购买者都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是国内买家，莱特纳认为这些人的金融资产状况十分稳健。被迫卖掉这些债券的风险看上去很小，市场上的卖盘也很容易就被其国内基金的买盘消化掉。所以，莱特纳认为这些债券是一种回报非常丰厚的资产，最重要的是，它们同时还没有被其他国际金融机构与对冲基金广泛持有，所以抛盘的风险也较小。

当时真正的阻碍在于，这些债券不是以欧元来标价与清算的，故欧元类基金对此抱怨声较大。然而，在后来的几个月内情况发生了变化。这种变化大大改变了该债券的投资收益状况。由于欧元基金将该债券列为其投资组合的增持对象，该债券的欧元收益状况未来很可能就会迅速下降。同时，这样一个具有良好经济基础的债券，又可以提供合适的套利收益。所以，在为该交易融资时，莱特纳购买该债券50%的资金是以该国本币来计价清算的，套利收益为1.5%，即债券息率收益高于其借贷成本的1.5%；而另外50%的资金是以美元计价清算的，套利收益为6%，但此时须承受欧元兑美元的汇率风险（安德斯·卓布尼）。

现在能给你带来绝对收益的交易是什么？在印度有这样的交易吗？

我将印度视为可创造绝对收益的潜在市场，但是并没有单独给它分配10%的资金份额。我们确实打算在印度市场投入10%的资金，这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

印度的股票在我们的股票份额中将占有50%的比重。我们过去没有这样的想法。在处理这些事情时我们有一些模糊的界线，通常情况下，我们更愿意把这10%的博取绝对收益的资金直接用于购买具有更长期限的期权。这样在控制投资风险下限的同时，我们可在足够长的时间内实现绝对收益。

我们现在正在进行的一项交易是瑞典克朗的利率期权，但这份交易的资金份额目前只占我们总资金的2.5%。我们找不到瑞典克朗利率要比欧洲利率高半个百分点的理由，这种正利差没有什么合理性，因为瑞典的通货膨胀率很低，而且还有大量的贸易顺差。当前，瑞典央行与欧洲央行的基准利率均为2%，但是前者的5年期远期利率要比后者高50～60个基点。

在决定把这用于获取绝对收益的10%的资金份额投资之前，我们需要到那个国家实地考察一下，深入挖掘一下他们在想些什么，会出什么乱子，从而发现一些你在计算机屏幕上看不到或难以理解的深层的宏观经济信号。通常这样绝对收益的掘金机会，都可在其经济基础面找到一个致其出位的理由。当你在那里实地考察并与当地专家交流时，你就可能会发现这样的契机。在许多情况下，除非历史情况可以类推，否则只有实地考察才能发现该国市场非系统性变化的内在原因，没有人会跑来跟你说：“这里有情况。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再举一个例子，有一段时间荷兰盾的利率要比德国马克的利率高约100个基点，然而这两种货币的交易报价却不分上下。我记得我在拜访荷兰央行时告诉其行长，我做多了数以百亿美元的德国马克兑荷兰盾的交易。我还问他为什么要让荷兰的纳税人白送给我那么多钱，因为那时并没有特别的理由要给荷兰盾的持有者提供超额的溢价补偿。荷兰盾当时在市场上信誉很好，并没有什么特别的风险。两个月后他们缩小了这种利差，尽管那时我已经从中获利匪浅，但盈利却因此而减小了。有意思的是，我觉得没有任何其他人会像我这样对央行开诚布公。同样的事情也可能发生在瑞典，我们已经在那里开始建仓，并打算把仓位逐步提高到占我们资金总量的10%。于是，不久后我也打算去瑞典拜访一下他们的央行行长。

除了瑞典之外，我们非系统性投资组合的其他头寸相对较轻。每时每刻我们都在收集与搜寻可能的绝对收益投资机会——有时1年能发现好几次这样的机会，但也有时却一次也碰不上。

当大量的钱都涌入对冲基金时，是否会导致绝对收益因套利而很快在市场上消失？

当某种金融资产定价不合理时，套利机制将迫使它向其均值回归，因为市场上有太多人和太多资金在追逐着同样的套利机会。只有很少一部分资金能抓住这类可带来绝对收益的投资机会。真实套利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（real arbitrage）这个术语过去意味着没有任何风险。但套利现在意味着，利用某种资产价格的微小错配来谋利，却要承受巨大的风险。

我也要跟上时代潮流，搜寻一些较大的长期存在的市场偏离或价格错配来谋利，比如股票估值相对于其成长性的偏离，或者是金融资产的高收益相对于低收益的价差。世界经济的高度竞争导致了经济具有向均值回归的行为特征，所以你应该去购买那些表现不太好且同时价值被低估的公司。这类公司有些会倒闭破产，但也有些过段时间又回到了其均值水平。许多表现耀眼的高成长性的牛股，随着时间的推移又回到了其均值水平，变成了普通股票；而许多现在看上去普普通通的股票，未来也可能成为受欢迎的热门牛股。

这不是传统意义上能锁定收益的套利，它只是市场的一种真实存在，随着时间的推移，均值回归现象总会出现。为了利用这个现象，至少需要1年以上的投资时间跨度，但通常5年以上的时间跨度较为理想。

因此，所有资金都涌入宏观基金和对冲基金，从某种意义上说，会利用套利机制将市场精确定义的低效率消除掉，但不会将所有的套利机会全部消除，因为很少有资金是以获取几年以上的长期收益为策略进行投资的。每个投资者投入对冲基金的钱都有月度或季度的可赎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回条款，这种潜在的赎回压力使得对冲基金经理不得不按这个周期来管理他们的基金，那根本不是赚大钱的思路。

如果所有的投资者都只以1个月作为他们的投资期限，毫无疑问这样的对冲基金赚钱的机会将很有限。随便选一些这样的基金来看，有些基金亏损甚至破产，有些虽然做得还不错，但短期交易的竞争太激烈了，这完全属于一种时机驱动型的交易。就短期买卖的时机来说，有时你可能是对的，但有时又可能是错的，而唯一可以肯定的是，你不会总对或总错。在这样的状况下，经风险调整的投资回报率是不会太高的。

同时，市场中仍然存在长期的套利机会，因为大多数对冲基金都无法给长期投资分配过多的资金份额。如果有锁定期5年以上的1万亿美元的资金投入的话，我们就会看到价值与成长之间长期存在的偏离或低估现象将慢慢消失。这种情况还没有发生，也许未来也不太可能发生，因为投资者通常都是短视的，一旦有蝇头小利或是产生少许亏损，“落袋为安”的观念在普通投资者心中还是根深蒂固的。

想要大手笔连续不断地赚钱，你必须广泛地将各种时间期限结构、各种投资工具以及不同国家的可能带来风险溢价的行情纳入视野，将它们作为家庭式理财的投资机会的可能来源。在过去1年里，没有发现更多值得关注的非系统性投资机会，这多少有些让人沮丧。但是这样也给了我充足的时间来思考，未来如何将实钱理财与对冲基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资风格和投资策略更好地结合起来。现在确实是个激动人心的时代，我觉得在下一个10年里，全球宏观经济的发展将给我们提供无比美好的机会，让我们从中获得令人难以置信的投资回报。

第二部分

考虑到要为本书添加一些新内容，我决定从我和吉姆·莱特纳开始说起。我和吉姆第二次坐在位于新泽西威考夫的法尔肯办公室，那是2008年1月温暖的一天。自从我们第一次在西班牙巴塞罗那会面，已经过去了3年多了。

那天我们聊的话题是市场里一个特殊的日子。信贷危机已经进入了新阶段，本·伯南克领导的美联储在开市前，刚把银行间拆借利率（discount rate）下调了75个基点，此时距离美联储下一次公开市场委员会开会只有一周了。那是星期二，马丁·路德·金纪念日刚过，DAX指数和恒生指数与其他指数走势迥然不同，连日里双双下跌了10%以上。

不管市场如何动荡，房价跌的如何惨烈，即便华尔街到处弥漫着恐慌气氛，吉姆还和往常一样悠然自得。那天晌午过后，我来到他的办公室，他甚至不在那里。他的助理告诉我，“他出去遛弯了。”5分钟后他现身了，看上去散步让他精神焕发，他像往常那样招呼我：“嗨，伙计。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吉姆，真有意思，你1小时午休后慢条斯理地来，看上去好像一点也不担心市场。我是说，你甚至都不去看看你的那些显示屏，再过1小时就收市啦。为什么？

我们做多期权，这个策略我们已经执行很久了。由于市场动荡通常意味着更高的波动性，即便出了一点差错，我们持有的期权将会起到稳定价值的作用。而事实上我们大多数的期权都还运行得相当不错呢。

我一直相信交易这个游戏的名字就是“生存”。如果你能坚持得足够长久，就能赚到钱。继续玩这个游戏的方法就是避免使用杠杆。在这里，我们确实在使用杠杆，但不是那种净敞口的多/空仓杠杆。而是当我们知道最大的下行空间有多大的时候，就通过在买入期权上使用杠杆。如果我们想持有某个大头寸的话，我们就会支付一些溢价。那么当它归零时，杠杆也变成零。现在我们在所有不同的资产类别上都持有期权头寸。

这就是你通过期权来管理风险的方法吗？

我们用分散投资的方式解决风险管理问题。我们想通过投资各种资产来赚钱或者至少在各处寻找投资机会。我们从不把所有鸡蛋放在一个篮子里。比如，我们现在管理着45个不同国家的股权头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你对不同情景下的投资组合做压力测试吗？

我们不相信压力测试，因为当你测试5个标准差事件时，你最后得到的是14个标准差事件，这样会把事情搞砸。

你们的分散化投资组合在最近这次巨跌中表现如何？

在这次巨跌中，有一件事情救了我们，就是我们调整了组合结构，因此最大损失从未超过20%。对我们来说，真正的风险管理是当你把资产归零时，算算你将会损失多少。

比如，现在我们股票的净多仓大概有60%的风险，所以我们肯定会亏损。全球股票市场近一年平均下跌了15%，意味着我们应该亏损了9%，而实际上我们赚了2%。

这是什么原因呢？首先，我们持有一个高度分散的投资组合，包括了很多新兴市场的头寸。其次，我们做多期权。采用我们的风险管理规则，60%的股权敞口意味着我们在全球股票都跌为0时会损失60%。但是为防范如此糟糕的事情发生，我们在世界各地都买了认沽期权，以确保我们的股权投资不会有超过10%的损失。

就说今年吧，我们用标准普尔和日经认沽期权来对冲股票持仓。我们不去假设只有我们持有的股票会跌到0。如果我们持有的所有45个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家的股票都跌为0的话，我们必须假设会发生一个相当严重的问题，而且诸如美国和日本这样的主要国家的股票也要跌到0。所以为了对冲我们的持仓，我们在全球范围寻找和买入最便宜的股指认沽期权来对冲那10%的价外损失。我们坚持这样做，就是假设当我们损失了60%股票投资的第一个10%时，我们的组合将亏损6%。

有时候这些股指认沽期权是如此便宜，以至于我们会买到比实际需要更多的期权。所以，如果市场跌幅超过了10%，我们实际上是在做空，这就是在最近这次巨跌中发生的情况，我们持仓的净现值约80%都被认沽期权覆盖到了。我们也持有2年期德国政府债券的认购期权，这也帮上了忙。

你持有的45个不同国家股票，你能说说具体有哪些风险吗？

现在我们的大部分股票都是那些人们害怕投资的国家的股票。我们信奉罗斯柴尔德勋爵的理念，那就是在炮声中买进，而在胜利号角吹响时卖出，你最好在血流成河的地方投资。

比如，6个月前我们在津巴布韦买股票的时候，没有人想要那些股票，而现今已经翻倍了。两个月前我们买入斯里兰卡种植园股票，当时在只有3～4倍市盈率的价格上交易，由于泰米尔武装和内战，甚至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没人愿意看那里。我们在布托遇刺后买入了更多的巴基斯坦股票，因为如果糟糕事情发生了那么多，而你依然喜欢它们的话，你就应该买入更多。我们喜欢这样思考问题，因为这些股票都是和美国股市没有关联的。

总之，我们确实不采用杠杆。对我们而言，股票就像是没有到期日的期权。如果你做多一个期权，它最终都会变成零。所以，如果我们喜欢某个国家的故事，我们就行动，在我们的投资组合里配置1%～2%该国的股票。

现在你最喜欢的外国股票市场有哪些？

去年我们在孟加拉做得真的很棒，我们已经在那里获利了。我们是在穆罕默德·尤努斯获得诺贝尔奖时开始关注孟加拉的，发现那里的股票便宜得惊人。但是两三周以后，其他人也有同样的想法了，所以我们在那里待的时间不是很久。

当那里不再是真正的边缘市场时，我们越来越多地在做中东股票，比如在阿曼和卡塔尔这些国家，有大量的机会和充足的流动性。如果你真得想投资边缘市场，我建议你去加纳。我喜欢加纳，整个国家搞得相当不错，我们在那里找到了一些非常便宜的东西。

在你投资的股票中是否有设定投资主题？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们确实持有主题投资，当前一个主要的主题投资就是港口。我们认为港口将会逐步变得像证券交易所那样兴旺。在过去的2～3年里，股票交易所的股票已经上涨了很多，例如芝加哥商品交易所、香港联交所以及迪拜金融市场。这让我们联想到了国际金融的管道：谁拥有了管道，就占据了垄断地位，所以增加交易量和提高收费几个基点，意味着收益会出现爆炸式增长。

港口与交易所有相似之处。几个月前迪拜港的上市首发非常顺利，给大家打开了了解港口作为垄断性资产的大门。但是问题在于大多数港口的拥有者是船运公司，所以难找到一个清晰的途径投资它们。尽管如此，我们已经开始买入那些拥有港口资产的船运公司的股票了。

你认为交易机会是不是已经变得比以前更短期化了？

时间周期明显是缩短了。我们现在将这种情况叫作“5分钟宏观”。过去通常需要几周时间去做的事情，现在，从开始到结束5分钟就够了。越来越多的人正盯着越来越多的屏幕在看，而且大家都在使用类似的模型对新闻和数据做出评估。结果是市场修正得比过去更快了。对此，我不知道有没有学术上的依据，我只是感受到了市场运动得更快了，很短时间就又能重新恢复到平衡状态了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是怎样决定平仓获利的时间点？

这是一个难回答的问题，我们还得继续完善获取收益的系统方法。实际上，我们现在采用的方法是，当直觉告诉自己某件事已经发展得足够好的时候就会采取行动。一般来说，我们会频繁地平仓获利头寸，并不试图挤出最后一点利润。

你会平仓做得好的头寸还是那些不太好的头寸？

两者都有。我们随时都在检视仓位状况，几乎每天都要做评估。当我们注意到某项投资的时候，就是因为我们认为有些事即将发生。

这个主题还有效吗？这个国家发生了什么情况？这个公司呢？出现了什么样的事情？除了股票，你们还做了哪些分散化投资？

近来我们一直在越来越多地考虑风险和抗风险的问题，想尽量让这两者取得平衡。我们基本上会检查投资组合，将每项投资按风险头寸和抗风险头寸分类划分。做多的股票显然属于风险头寸，而做多固定收益总是抗风险头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在股票中，风险头寸是那些你持有的股票，而抗风险头寸是那些被你做空的股票。由于寻找好的做空对象意味着要准确地把握时机，我们发现通常最简单的做法就是买入认沽指数期权。一般来说，风险头寸应该给你带来回报，而抗风险头寸需要你付出一些成本。例如，做空有百年历史的股票的代价是很昂贵的，我们不喜欢这样做。

在固定收益或抗风险类里，我们现在做多不少加拿大的短期融资券，因为在加拿大的收益曲线中出现了一个奇怪的结点，还有之前我们提到过的有关德国政府债券的期权。固定收益类在世界动荡时期通常表现较佳，而套利头寸明显属于风险头寸。我认为抗风险头寸的“圣杯”就是当他们不再具有负的收益的时候。

你们是在找这种交易机会吗？

我们有一个非负收益的抗风险头寸，我们相信无论美国经济衰退有多严重，大市值企业总会跑赢小市值公司，基于这个信念，我们建立了这个头寸。我们的推理是这样的：①随着美国经济减速，波幅应该变大，在波动性较大的时期，大企业会跑赢小企业；②弱势美元对大公司有利，因为其收入主要来自海外；③更大的利差幅度有利于提高信贷质量；④连续7年的私募股权投资大热，导致大量资金流入了中小型企业，没有人愿意投资通用电气这样的大企业，导致小企业估值过高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看看过去7年小企业与大企业的价格走势图，小企业几乎跑赢了一倍。2007年7月，这种情况开始改变。这差不多就是发生在2007年8月那个事件的先行指标了。7月是转折点，动量开始蓄积，之后在8月爆发了。我认为从现在开始应该有几年时间，大企业都会跑赢中小型企业。

这是一个正向套利交易吗？

这在过去是套利交易，但现在是个平价交易，但是至少做这个交易是无成本的，而且很适合我们的抗风险头寸。开始时是正向套利，是因为大市值公司会支付高额红利，而且非常容易借到小公司的ETF去做空。而现在有更多的人在做空小公司，债券的成本更高了。

就利率和汇率而言，你们目前有在做分散化的套利交易吗？

我们现在很小心地避免持有套利头寸，尽管我们是华尔街知名的大型套利商，我们3个月前已经停止做这类交易了。这些交易已经超过了我们的预期，我们刚停止这方面的业务，现在手里已经没有外汇套利头寸了。

你们现在持有货币头寸吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管我们没在做任何货币套利交易，但仍在全球范围寻找这方面的交易机会。在过去6个月里一直在赚钱的是尼日利亚。那里正巧也能提供相当不错的利率，不过我们涉足那里的原因并非只是为了套利。尼日利亚的石油收益颇丰，货币奈拉在慢慢不断升值，而且支付比美国高得多的利率。另外，通胀有抬头的趋势，该国央行正在讨论采取对策。当然，一个最简单的解决方法是让货币升值，这个升值趋势很可能继续下去。

我们也在做多日元和瑞郎，因为这两种货币在波动性不断变大的环境里，当人们越来越紧张的时候，都会表现得不错。这一对货币与下跌股市是强相关的，而且从几年时间跨度上看是比较便宜的。我们还做多美元以对冲新兴市场，近期一些股票崩盘了，我们认为那里的问题有可能会恶化。

第一次采访你的时候，曾谈到每周配对买入不同的货币的一年期波幅，你还在这样做吗？

这种方式在2005年就不管用了，之后我们就没再那样做了。尽管那个业务没多大损失，但也没有多少收益，还占用了我们的资产负债表。显然过去一年里这个业务应该表现不错。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们一起回顾一下当时的情况。2004年，全球还处于低波动的平稳发展时期，那时的投资组合包括识别5种不同的风险资产：股票、固定收益、货币、商品和房地产，把最好的东西聚拢在一起。那时你们还是不可知论者，所以在5种资产上各分配了20%的风险。现在全球情况已经截然不同了，你们还在做同样的投资吗？

基本的投资理念没有改变，最重要的想法是紧跟形势。这样做才能从市场大波动中获取利润。要赚到钱只能时时刻刻勤勉地在全球各地寻找机会。资产配置方法对贯彻这一过程所需的纪律要求有很大帮助。我们仍在采用之前讨论过的5～6个资产种类，但是现在会去动态地调整它们的权重了。

对我来说，拥有不同类的资产的想法实际上是来自戴维·斯文森和耶鲁捐赠基金，他们关于投资组合分散化的概念超过了其他人的实践。如果你无法预言自己的收益将来自何处的话，最好是持有广泛选择的不同资产类别，其中股票可以配置得稍微多一些。

我们后来在特莱佛·格瑞姆几年前在其分两部分发表的论文所提概念的基础上做了扩展，当时他在美林工作（现在在富达）。格瑞姆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

提到了“投资时钟”，这是一个概念，当你有了较好的预见，就会问你将如何做出投资。

怎样使用“投资时钟”？

格瑞姆论文的第一部分主要讨论在准确预见商业周期的基础上，你将如何投资。商业周期是用一个带有2个坐标轴的时钟表示的：一个坐标轴代表通胀程度，另一个代表增长性。格瑞姆指出了在商业周期的不同阶段，会有不同的资产类别将胜出。

我们读了这篇文章，觉得这家伙真是说到点子上了，我们不应该在任何时候都把20%的资金分配给每种资产。有时投资时钟会告诉你，不该投资债券或商品什么的。所以我们的量化分析就要动手解决这个问题，他们发现，与你试图做出预测不同，如果你使用动量法重新评估这些资产类别，就可以将权重比例调节到更正确的状态。

在论文的第二部分，格瑞姆假设了人们有可能提前3个月对失业率和通胀做出预测，他发现人们实际上做得并不好。当数据公布时，如果你持仓是正确的，你的业绩表现就会非常出色。总之，如果你在3个月之后仍能正确持仓的话，你的业绩表现也会是非常完美的。

我们觉得这真是一个有趣的想法，比市场聪明并不会帮到你，但是跟从市场却会得到好结果。我们的量化专家们按这个想法建立模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

验证了这些假设，采用的是一个非常简化的方法。

既然我们假定自己无法预测市场将如何变化，那么我们就往回追溯6个月、1年或者2年，距离现在越近则给越大的值。换言之，我们对过去做出指数化平滑处理，然后通过在过去这段时间的基础上建立有效率的投资组合来优化我们的投资。

这个过程基本上可以自我强化，因为那些近期表现不错的资产的权重也被调高了，我们的后向测试表明这样做的结果相当不错。通过动态调整我们在股票、固定收益、商品、货币和房地产上的权重，我们通过后向测试，发现直到20世纪90年代早期，这个模拟投资组合的表现都很好。

我们一般都会采用相当保守的风险参数，通常是12%左右，这大概是来自我在耶鲁投资委员会工作的经历，他们使用类似的参数。这个过程允许我们建立一个基准投资组合，我们在上面配置了净值的10%资金。

这个分析的有趣之处在于，它总结出：如果投资者太过聪明了，也会受到市场的惩罚。这个结论是有道理的。我见过这个领域有许多聪明人却从未赚过钱。实际上，有些人依仗自己的天分，可能领先常人10步，而其他人只是努力做到领先1步。我们尝试做到领先2步半左右。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资中的一个真正重要的教训是既不要太过领先，也不要太过落后，那样都会吃亏。恰到好处才能赚到钱。我们的工作目的不是要做到正确，而是要能赚到钱。

与基准模型相比，你去年的业绩表现如何？

我们打败了基准模型，但它本身的表现已经非常好了。去年是14%左右，对于一个不做预测，不用思考，不用做什么工作的模型来说已经相当不错了。我们每周四会重新平衡一下模型的投资账目，其间不用做别的工作。去年组合的总体收益率是29%左右，比基准模型高多了。但是基准模型会让我警惕起来，我知道总会有人在那里，他们想从我们这里分一杯羹。

除了帮我集中注意力，基准模型也可以提供信息。当模型表明需要提高某种资产的权重时，我就不得不想想。大约3个月之前，例如这个模型在我们大多数人坐着闲扯固定收益类没有价值的时候，提醒我们将更多资金配给固定收益。而其4.5%的收益对我们来说并没有多大吸引力。尽管如此，利率当时正在下降，这个模型只是在度量动量。

通过这个过程，可以帮助我去了解市场在想什么，而不是去顾及人们在说什么。从那以后，我们开始跟进这个模型的建议，在固定收益类上加大投入，而且取得了不菲的成绩。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拥有一个可以提供动态改变不同资产类别权重的工具是很有帮助的，这和由你的预测导致产生的结果是不同的。对我而言，对于整个过程保持不可知论的观点也是很重要的，这提醒了我一个事实，即我无法预测3个月、6个月或更久后的股票的状况。

我想再次强调的是，我们的工作只是去赚钱。当然，我们的模型还比较初级。但是我们已经建立了一个简化的巧妙的资产配置模型，可以赚到总资产的10%的收益，而且同时能够提供重要信息，催生其他的想法，这实在是一个便宜有效的工具。

那么说，基准模型就像是你的风向标？

确实如此。这个基准模型的另一个有趣的方面是它可以指示出组合的预期年度收益。我们注意到不管在何时对哪个市场，只要模型预测到接近40%的收益率，那个市场就属于发展过快，我们要降低风险。反之，当模型预测到低得不太现实的回报率时，我们将提高风险水平。

听上去就像是擦鞋童给约瑟夫·肯尼迪提示买股票建议的量化版。

是的，当模型告诉我要全速前进时，我会放慢档速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈到能带来大收益的市场，比如商品市场，自从上次采访到现在，已经取得了很大的进展。投资商品的机构有一种说法，你提到过是来自耶鲁/美国经济研究局对商品的研究结果，是说商品期货可以提供对于典型的股票组合有意义关联收益。这种说法还有效吗？

尽管这种关联收益仍然存在，但是简单的滚动策略已经不再有效了。这件事本身就非常有趣，不对吗？

这个业务的困难之处在于无法判断哪些是有效的，哪些是无效的。思想和技术通常都有生命期，但你却不知道它们何时到期失效。如果有些东西今天还是有效的，也不会意味着永远都有效。

这里仍然有一些原理不会随时间的推移而失效，比如承担风险是需要成本的，其他的比如商品研究总是旷日持久，这项研究明显也是如此，人们花了很多时间去研究它，但是一旦每个人知道了结果，它也就不会再产生积极效果了。

这个业务的一个有趣之处在于为了生存下去，我们得强迫自己了解各种不同的方法，这里总有各种各样的方法，关键是在不同的时候选择不同的方法。那些固执地认为有一成不变的赚钱途径的人早晚会陷入麻烦之中，让别人有机可乘。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例如，我一点不觉得量化基金去年表现不佳有何奇怪。这就是一个把所有鸡蛋放在一个篮子里的典型例子。我承认我不太清楚量化基金是怎么运作的。

显然量化方法已经成功运作了很多年了。尽管如此，这个方法在结合了财务杠杆之后，可能会出现问题。再强调一次，这就是为什么我们喜欢采用不附带财务杠杆的分散化资产投资组合和方法的原因。我们因此才能活下来。

我一直对你的职业生涯发展印象深刻，你是怎样从一位货币专家转变为精通新兴市场股票的人？

这是关于市场的另一件趣事：你总能不断学习新的东西。我起先从货币领域转到固定收益是因为有些外汇是可以赚取利息的。了解利率就意味着理解货币市场，而理解较短的到期日（货币市场）与较长的到期日（债券）的区别并没有那么大。我开始在一些国家做股票是因为那时没办法进入那些国家的货币市场，而期权市场也还没有出现。因为我可以像操作期权那样做股票，这挺好的。从货币到固定收益再到股票的转移，实际上是一个符合逻辑的扩展。

作为一个期权交易者，你是怎么避过了去年那个次贷违约掉期交易的？似乎那是属于你想做的业务类型，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有非常大的选择空间和很好的风险收益结构。

去年让我们付出代价的并不是因为没赶上这个机会。我们当时对信贷成本如此之高是非常谨慎的，价差已经相当狭窄了。当然，我最终了解了那点，但是我们动作太慢了。

我们在一个叫作IG8s的产品交易上赚了一点钱，这是5年期AAA级政府债券，赚钱的感觉从没有像这次这么好过。我们不会喜欢交易ABX、CMBX、iTraxx指数这样的东西，即便是知道买卖价差、流动性状况，以及能购买多少等。而且我们发现在这些指数上也没有期权可供交易，因为找不到一个真正便宜的方法下赌注，我们对这种交易风险是持保留态度的。

当我责备自己错失了这个机会的时候，我也提醒自己，我们仍在做业务。别的机会总会有的，但愿下次我们能够变得聪明一点，抓住机会。

作为衍生品交易人员，你会担心CDS和衍生品合约的头寸吗？

是的，我们确有这个顾虑。我从不想在信贷风险上亏钱。对我们来说，最重要的是知道我们的现金和股票放在哪里。我们很小心地确保所有现金或证券放在各自的账户里，比如我们会努力地持有包含对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

手方的分散化的组合。我们的现金放在10家银行，每家都是那种大得不能倒的大银行。

但是局势让我颇为焦虑。去年发生的事提醒我们，评估机构存在问题。如果持有AAA级债券，你就应该假设可以非常接近面值的价格卖出去。而去年我们看到的是，即便AAA级债券最终都只卖了半价甚至更低价，评级机构的信用去年大跌。

你担心系统性风险吗？比如1914年那种全球市场倒闭？

尽管发生了很多有趣的事情，我们都知道，资本主义制度并没有终结的迹象。至少现在还不会。尽管如此，市场未来还面临着艰难时段，这会造成风险溢价提高。

同时，各国央行也坐在同一条船上，很明显他们宁愿选择轻微通胀也不愿意选择经济紧缩，对于大家来说，3.5%的通胀率要好过2%的通缩，如果让央行做选择，任何时候都会选择前者。所以我认为各国央行都准备好降低利率以拯救金融系统，这会造成一定程度的资产价格上涨。今天美联储的行动就说明了这一点。在开会前一周降低75个基点清楚地表明了他们的意图。欧洲央行也坐在同一条船上，只是不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿意承认这一点罢了。因为欧洲各国受到同一个汇率和利率的约束，所以问题特别麻烦，这将影响它们未来的发展。

各国央行降息并向系统内注入流动性，但是这些流动性都到了哪里？1998年是全部流入了科技股，在这十年的早期是流入了房地产行业。下一个泡沫是什么？

这是一个很好的问题，我不知道答案是什么。钱显然一直在流入农产品、黄金、石油以及其他一些商品，但是这种情况也是受人口因素驱动的。

实际上，这里面并不仅仅是流动性过多的问题。泡沫缘起于一些基本需求，所以在泡沫开始阶段应该有一些基本因素在起作用。拿房产为例，由于人口、移民等原因，对于住房是有真实的需求，只是当这些事情开始加速时，才形成了泡沫。

可能这就是现在所发生的情况，人口情况导致了在20年后，价格再次开始上涨。但是也许商品价格上涨速度是食品和燃料上涨的结果，过多的流动性注入了这两个市场。每个人都想持有多样化的投资组合，由此形成了自我强化的条件。

一些事情，比如牛奶价格在过去18个月里几乎翻了一倍，这当然不是因为基本面的原因。不可能一下子出现这么多牛奶消费者或者发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生牛奶产量锐减的情况。在这个事情里，至少有部分原因是因为有更多的钱流入了这个行业。

有关上次对你的采访，读者评论最多的是对你声称在工作中只阅读《经济学人》表示惊讶。你现在还是这样吗？

我的大多数想法都是来自阅读和所做的事情，这和别人是一样的。特莱佛·格瑞姆的观点非常有力，他认为你可以在3个月后再行动，那时的表现仍不错。是的，如果你想比别人超前一点的话，也没必要超得过多。所以，如果你读的都是很超前的别人看不到的资料，你可能会远远领先别人，但是我不肯定你的业绩表现是不是也会超过别人很多。所以我确实仍相信阅读《经济学人》就足够了。

三年以前，你说如果只读《经济学人》的话，你会在下个十年做多亚洲股票。你也说到你所看到的最大威胁就是油价保持高位，导致另一场亚洲危机。你说如果油价升到80美元而且保持一段时间的话，通胀就会重新抬头，你就清仓。看上去这些事情正在或将要发生，你有何看法？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些是在发生，很多经常账户已经显示出了这种情况正在出现。马来西亚和印度尼西亚作为能源出口国是例外，但是其他国家已经开始吃苦头了。整体看来，亚洲强势货币的故事可能要结束了。现在再强调一遍，我们喜欢抗风险的投资。

你怎么看待新兴市场与G10经济关联度减弱现象？

我们正在做多新兴市场股票，我认为某种程度的经济脱耦现象是存在的。但是我们觉得，仍会出现耦合加强的机会，比如出现了大规模的经济减速，那么关联度仍会加强。所以我们在净做多新兴市场股票的同时，为了应对可能出现的灾难情况，我们也采用标普和日经认沽期权进行对冲。总之，我要说的是，考虑我们在新兴市场能够找到比在其他地方多得多的机会这一事实，净做多新兴市场是大有可为的。

那么你认为全球化和趋同化会比脱耦的趋势更明显？

是的，我可以这么说。十年后，塞内加尔将会远比今天更有价值。我们投资了该国的电信公司，那是当地唯一的垄断性的电话公司，其市值为20亿美元。对于这家公司来说，美国是否进入经济衰退一点关系都没有，这只股票现在很便宜，十年后会值更多钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大量的新兴市场经济国家都建立了大规模外汇储备，如果你有机会执掌其中一只包括大量现金的主权财富基金的话，你将怎样做？

首先，让我们定义一下主权财富基金是什么。主权财富基金管理的资金规模要远远超过其他基金。其次，这些基金的时间范围和投资标的几乎是没有任何限制条件的。最后，它们不需要担心赎回。

这就会引发问题，在如此不同的投资目标上，主权财富基金应该最大化什么？在某些情况下，它应该是纯粹的金融财富最大化活动，而在其他更多的情况下，也可能包括国家安全目标。

如果我管理如此庞大数额的资金，在这么长的时间范围内，我将可能在看待证券类收益方面出现偏差。显然，有些收益会直接来自股票市场，而另外一些则来自其他投资，比如私募股权、房地产，或者其他真实资产类别，比如商品。谈到商品，寻求得到商品来源保证，可能是投资者愿意投资商品生产商的一个原因，从必和必拓到巴西石油公司，全世界的情况都是如此。

对于大型投资来说，一个继续引发兴趣的领域就是全球基础设施，从重建美国电网到港口开发和管理都是如此。我看到了新兴市场在未来十年里，在基础设施上的年度支出将达到2万亿美元左右。想象

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一下收费公路、港口、电力等方面的投资机会，由于较短的投资时间限制以及无法获得长期资本，大多数基金在这方面都没有优势。而主权财富基金因为能以正常的风险资本价格水平上投资更长时间而更具竞争优势。

你怎么看待对冲基金?

就能够找到项目做直接投资而言，有些人可能会问为什么要给对冲基金经理付费。好吧，这里有两个有效的理由，还有一个有疑问的理由。

第一，通过投资对冲基金，你等于买入了一个不同投资方式构成的组合和组合管理经理。同样，在不同资产类别上进行分散化投资和分散化投资方式也是同样重要的。

第二，既然我一直认为财务杠杆很糟糕，那我在管理主权财富基金时也不会想使用杠杆。尽管投资对冲基金是以无追索权的方式使用财务杠杆的一种方式。在对冲基金中的投资类似于做多一个期权：不管基金经理采用了多大的财务杠杆，主权财富基金能产生的最大损失也仅限于投资。

第三，就内部经理人的表现而支付费用可能在政治上很难施行。看看哈佛挂历公司上发生的事情，以及因为给交易员和基金经理付钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而引发校友和学校人员的愤怒，与让内部员工操作并给予补偿的做法相比，把投资过程外包出去并支付给基金适当的费用，这在政治上更容易一些。

你怎样看待全球宏观未来的发展空间？

由于波动性似乎又回来了，全球宏观基金经理应该看到存在着非常大的机会，直到央行能够控制局面为止。一旦波动性再次降低，就是长期持有股票的时候了，因为当波动性很低的时候，持有最有风险的资产是有道理的。

如果波幅和前几个月的情况接近的话，也就是市场快速下跌，投资者就会开始考虑真实宏观基金提供的对冲效果。它们担忧下跌，想要一位真正的风险经理，而不只是一个只知道做多风险的对冲基金。

[1]pips，货币汇率报价单位，最小精确到小数点后第四位。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章　自营业务交易员

克里斯蒂安·西华约（高盛公司前自营交易部负责人）

对于克里斯蒂安·西华约来说，他是怎样打造自己的职业生涯的呢？西华约以前是华尔街最大的自营业务交易员之一，他承认自己进入该行业，是因为考虑进入银行代表处工作，是在大学时代一种花费不多的维持生计的途径。更有意思的是，他在花旗银行交易柜台工作的第一天，恰好是1987年股票市场崩溃那一天。西华约没有把它当成是一个不吉祥的征兆，恰恰相反，他立即意识到自营交易正是自己愿意从事的工作。几年之后，他跳槽去了高盛公司，在那里他最终成了高盛公司的合伙人，掌管固定收益与货币自营交易。

20世纪90年代初期，高盛公司几乎不再是过去那个依靠老资格关系而赚钱的严肃呆板的投资银行的形象。相反，它变成了投资银行业内最大的自营风险承受者。公司的交易员利用公司的资金，对全球固定收益、外汇、商品以及衍生工具投下巨大的赌注。

我第一次见到西华约时，他还是高盛的自营业务负责人。我的一个朋友戏称他为真正的汉子，建议我与他联系。我去了高盛公司，在杂乱喧闹的交易大厅内等待那位传言中似乎有些神秘的交易员的到来（他的全透明玻璃的办公室位于大厅的一角），却被他的秘书告之他有事要晚点到了。于是我要求，能重新安排一下会面时间吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在离开大厅的路上，我碰见了一位老同事，当我们攀谈了大约15分钟之后，我瞥见一位步伐轻快的男人从交易大厅朝我走来。那个人身材矮小结实，戴着眼镜，留平头，身穿棕褐色短衬裤与休闲衬衫，衣着与高盛公司黑色西装领带的制服不大一样。“嗨，我是克里斯蒂安，我迟到了，非常抱歉。”他说了一连串真挚的道歉话。

拖拖拉拉说了一些题外话之后，我发现他十分谦恭有礼，他自己走进咖啡吧端来了新鲜的咖啡，和我畅谈了一个多小时。在初次见面几个月之后，他辞去了高盛合伙人职位，在那之前的10年中，他一直在高盛公司管理自营交易业务。那时，他的交易、他赌注的规模大小、他持续为高盛带来的高额年收益，以及他身处压力之下的优雅风度，都已经在交易者当中成为传奇美谈。

西华约花了整整17年时间从事银行自营交易，与对冲基金经理相比，这种经历使得他对全球宏观市场有着完全不同的观点。因为作为一个自营商，对银行信用额度下赌注且在止损措施的约束下管理风险，其业务特点与一般对冲基金有所不同。这次访问，发生在他离开高盛之后，但是在创立他自己的基金——森帕宏观基金（SemperMacro）之前。他讲了对高盛公司交易的高风险、高压力的企业文化的独特看法，并且剖析了他眼中的在银行内部管理自营业务与管理一个独立的对冲基金的区别。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我前去他位于伦敦上流住宅区街道一角的新办公室时，一辆黑色的出租车停在门前，下来的是友善的、和蔼可亲的西华约。他热情地欢迎我，然后从口袋掏钱支付3英镑的打车费用，却不巧碰上出租车司机没有零钱找开他的20英镑，在诚挚地向司机道歉的同时，他又问我是否有零钱。

我们坐在他的会议室开始了本次采访，西华约再次给我端来一杯咖啡，温文尔雅、有说有笑地谈论自从他在高盛公司工作以来遇见的人，以及在那些交易中激动人心的日子。在我们的采访进行了大约15分钟之后，他的私人助理打断了我们的谈话，递给我刚才支付出租车司机的3英镑。在反复表达他的谢意之后，他坚持让我收下。“毕竟，”他说，“我不想看到你的书里提到我没有支付我应该支付的几英镑车费。”

你是怎样成为一名自营交易员的？

完全是意外。在20世纪80年代末期，我正要去伦敦经济学院读计量经济学专业的研究生，那是将来去银行代表处谋得一份好差事的一个好途径。在花旗银行，有一个人对我感兴趣，他邀请我去那里的交易大厅干一天试试，结果我去了。当时我以为那是个不错的地方——是一个充满着随意喊叫声的开放式的宽大交易厅，而且看起来让人神魂颠倒。我做出这个决定，是因为我认为做1年这样的工作没有坏处；

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我不喜欢，会重新回到学校。接下来，我完全上钩了，那是1987年10月。我花了两年时间做英镑对美元的远期做市商，后来又转移到利率产品部门，做英国利率的自营交易。

1987年10月的股市崩盘，恰好成了你进入市场的契机？

在伦敦经济学院结束为期3个月的培训课程之后，我刚开始进入交易市场，就遇上了股市崩盘。那时我坐在一个小伙子旁边跟他学如何做交易，那伙计交给我一项有5个基点价差限制的债券交易任务，对我说："到那边去把这些单给做了。"那时债券买卖价差的波动范围在1～5个基点，我认为这绝对是一份能赚大钱的好差事，我希望未来每天都能像这样工作。那时，其他交易员在交易大厅里吵得要死，整个交易厅里迷漫着紧张恐慌的气氛。在那个时候开始我的交易生涯，对我来说是十分有锻炼意义的一段经历。

在美国股票市值下降了1/4后的第二天，你是怎样工作的？人们以为世界金融系统正在崩溃。

我那时在做外汇交易，而我们没有那样的担心，也许真是有点无知者无畏吧。我只记得那天和前一天的事情，但是其他的事情就不太记得了。我记得的接下来的一件事，是1991年英国市场发生的短暂崩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

溃。在这两次事件中间，对我来说，并没有发生真正特别的事情。我依然记得一些具体的事情，但是有趣的是，我不知道这些事件是怎样印在我的脑海中的。它们通常都发生在我经历重大盈亏波动的时候。

你是什么时候从花旗跳槽到高盛自营交易部门的？

是在1991年9月。当高盛开始联系我的时候，我已经在花旗工作了三年半。说来话长，花旗的一位女士与高盛的一位高层人员非常熟悉。这位高层人员告诉她说高盛正在物色人才，而她就推荐了我。

我前去面试，在面试结束时，他们给我提供了一份做特别账户交易的工作。但是我说：“不，我希望能够做自营交易。”很明显，我是第一个拒绝他们的人。主管伦敦交易的高盛合伙人迈克·奥布莱恩（Mike O'Brein）后来告诉我，正是因为这个原因他们才决定让我加盟。大约过了6个月，他们给我提供了一份自营交易的工作，我接受了。

你加入高盛的哪个自营部门？

我加入的是固定收益自营部门，但是因为我的外汇远期交易背景，接下来的几年里，我也在高盛集团的J.Aron公司（外汇和商品）的自营部门工作。高盛集团与花旗银行的交易风格迥然不同。风险偏好也完全不一样。在花旗银行，如果你赚了1500万美元，那你就是英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雄。但是在高盛集团，要想成为明星交易员，你要赚得比在花旗多得多才行。

我记得在高盛工作的第一周，我建立了一个5000万美元的德国马克对瑞士法郎的仓位，而那是一个相当稳健的套汇头寸。那时，我已经交易四年了，而那是我职业生涯中所交易过的最大的头寸。我心想：“我能做好这个交易。”

我记得交易部门的负责人走过来问：“进展得怎么样，克里斯蒂安，你持有头寸吗？”

我自豪地回答：“是的，我持有5000万马克/瑞士法郎空头。”

他停下了，看着我，然后说：“我喜欢持有平均规模头寸的人。”说完就走开了。

高盛公司对风险偏好的要求，让我花了很长一段时间才适应。在20世纪90年代初期，如果确实存在市场机会，高盛公司的交易文化是在场者都可以参加。就其本身而言，不存在对交易品种的结构限制，也不存在风险价值系统的限额。它只是激励人进入交易状态，不断去发现交易机会，然后期待最好结果的出现。那些日子里，高盛公司涌现了一大批非常有趣的人物。

你可以给我讲讲有趣的人和你的良师益友吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不存在某个具体的良师益友，对于我来说，这种开放的环境也许是我最大的良师益友。高盛对员工的态度就是，试试才知道，如果你希望尝试建一个大仓位，尽管尝试。那是高盛交易部门的文化氛围和工作哲学，而这在我看来是十分强大而有效的。这是一个很适合工作的环境，但是它也会暴露缺陷，就像我们在1994年发现的一样。

高盛公司有一位业绩异常突出的人物，他是一位富有经验的交易员，在20世纪90年代初期加入了自营交易部门，此前他在一个经纪商那里交易自己的账户。我还记得他加入公司的那天的事情，因为他就坐在我旁边。我那时正在交易100份名义债券期货合同（notional bond futures contracts）。当他看见我购买100份时，问我："我听到你购买100份，是不是？"

我回答："是的。"

他接着问："我已经在该行业待了20年，我所交易过最大的头寸也就10份，你真是个傲慢的年轻人，你怎么能够持有100份呢？"

我回答说："不是的，事实上我持有几千份的头寸。[1]"

那时，他突然意识到他自己身处于这样一个环境，需要革新突破。他所做的就是对高盛那时已经存在的风险嗜好进行杠杆操作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来，我所见过的最有趣的事情，发生在1993年债券市场复兴后最兴旺的那段时期。那个伙计按照波幅最宽的箱体线下端的价格对经纪人说："给我买入债券。"接下来，我们听到经纪人打回电话问："你想让我买多少份？"那伙计直接敲进交易下限价格并回复道："在这个价格你只管买就是了，我会告诉你何时停下来的。"哈哈，真是有意思。

在此期间，他与高盛公司高级人员的关系也非常融洽。有一个关于加文·戴维斯（Gavyn Davies）的故事令人捧腹大笑，那时他是高盛公司的首席经济学家。加文走进办公室，我们聚集在一起等待他对我们自营交易部门发表有关世界的观点以及他对欧洲的看法。而那个交易员却把脚翘在桌子上，然后转向加文说："恕我冒昧，加文，我自己也做研究。上个周末，我去过西班牙好几个酒吧，让我告诉你一些事情——那里可都是门可罗雀。"加文有些被这种深刻的经济分析所震惊了。接着那伙计补充说："我还有另外一条赖以生存的法则——如果你连水都喝不上了，那么请赶快出售货币。"

这段期间还有许多这样令人捧腹大笑的故事，如果要一一道来，真要费点时间。我从这个交易员身上学到了不少有关交易和情绪方面的具体知识，这来源于他在交易大厅工作的经历，而我把从他身上学到的东西融入我的交易风格。当然，也有许多我有必要舍弃的东西。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你能告诉我一些你从他身上学习到的东西吗？

比如，他的有关“规模并不重要”的言论。只要你对头寸状况感到满意，你的头寸规模是大是小并没有什么关系，那是不太相关的事。在高盛公司，他基本上都会提高杠杆比率，至少不会低于他过去的杠杆比率。他对大头寸仓位感到特别满意。我的意思是说，他是一个从交易10份变为交易10000份的人。

他的那种交易风格，在现在的高盛公司中还盛行吗？

那种交易风格是不会得到市场长期容忍的。1990～1994年，那是一个特殊的年代。所有人都变成了自营商——所有的特许交易人员都转向变成小型自营商。那时，高盛公司有500多个自营商，而他们都持有相同的头寸。接着到了1994年，那是我职业生涯的转折点。那年我在英镑/日元的交易中，遭受了巨大的损失，这在《高盛：成功的文化》一书中已谈到了。

高盛公司

在1993年12月，高盛公司的一位最能赚钱的交易员已经看到了英镑行情看涨的趋势，预测英镑对日元会出现上升趋势。公司对风险的嗜好也提高了警惕，而他建立了一个英镑对日元的巨大头寸，预计该头寸会从英镑对日元的强劲中升值中盈利。从12月到1994年1月，英镑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对日元逐渐升值，但是到2月，在短短15个交易日内，英镑对日元却下降了10%。等到该头寸全部清空时，总损失已经达到了8000多万美元。随着类似损失越来越大，温克尔曼和柯赞开始更频繁地去伦敦，长时间坐镇监督。由于公司几乎所有的交易部门都承担了大量风险，不少伦敦的交易员已经亏掉了前几年里创造的绝大部分利润，而1994年还只是刚开始。

资料来源：丽萨·恩德里奇（Lisa Endlich），《高盛：成功的文化》，（纽约，试金石出版社，2000）。

1994年，我也损失惨重。1993年，对于我来说，是业绩突出的一年，我赚了1亿多美元，变得有点自满。1992年，对我来说，也是一个业绩非常好的一年。但到1994年，我建立了一个非常大的英镑/日元头寸，规模大到超过了10亿美元，而这也是我所管理过的最大的头寸。我在1993年的11月建立该头寸，而等到1994年年初我已经赚了大约3000万美元。人们都在开始议论“克里斯蒂安将两次创造辉煌业绩”，而那个头寸的收益波动当时仅有几个百分点。那时，我已经变得如此自信，以至于除了通过现金和期权建立英镑/日元的多头头寸之外，我还同时出售英镑/日元的看跌期权。

接下来情况开始变得不妙了，在2月的第一个周末，克林顿总统开始抨击日本的贸易政策，他威胁要对汽车和汽车零部件进口实行关税

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和配额限制。美国让日本经历了真正艰难的日子，并声称：“看，你们的货币有必要升值，不然的话，就等着贸易制裁吧。”

我记得到了星期一早上，英镑/日元的差价直接踏空收窄了5%。如果那还不算糟糕的话，5天之后，周五英国通货膨胀数字被公布出来之后，英镑/日元的行情才真正叫人领略了什么叫可怕——英镑对日元价格开始自由落体运动。这是一个经典案例——对我的自信与得意，市场给了致命一击。

尽管我尽最大的努力想办法清仓这些与英镑/日元相关的头寸，但我持有的多头与空头头寸还是在短短的几周内损失了大约10%。这真是一场噩梦，市场可以轻易让你变得一无所有。

因此你损失了高盛公司1亿～2亿美元的资金？

对。一天之内发生了8次这种小插曲，当最大的波动发生时，我损失了大约4000万美元。我依然记得那种无法克制的欲望——起身、出去散步，并强作镇定假装什么都没有发生。这是一种如此强烈的情绪。然而，我没有出去散步，而是做了一次深呼吸，然后清空了所有头寸（见图5-1）。

公司对此感到惊讶。那时，部门的一个头儿碰巧正在伦敦办公室。我来到他的办公室，他问我：“克里斯蒂安，坐下，究竟是怎么

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回事？”

我回答：“我已经亏损了，清空了所有的头寸，你希望我做什么？”

他看着我，然后说：“如果你没有清空所有的头寸而来到这里，那么你就不会在高盛公司工作下去了。我现在要你做的就是出去，把亏损弥补回来，但是要更好地把控风险。”

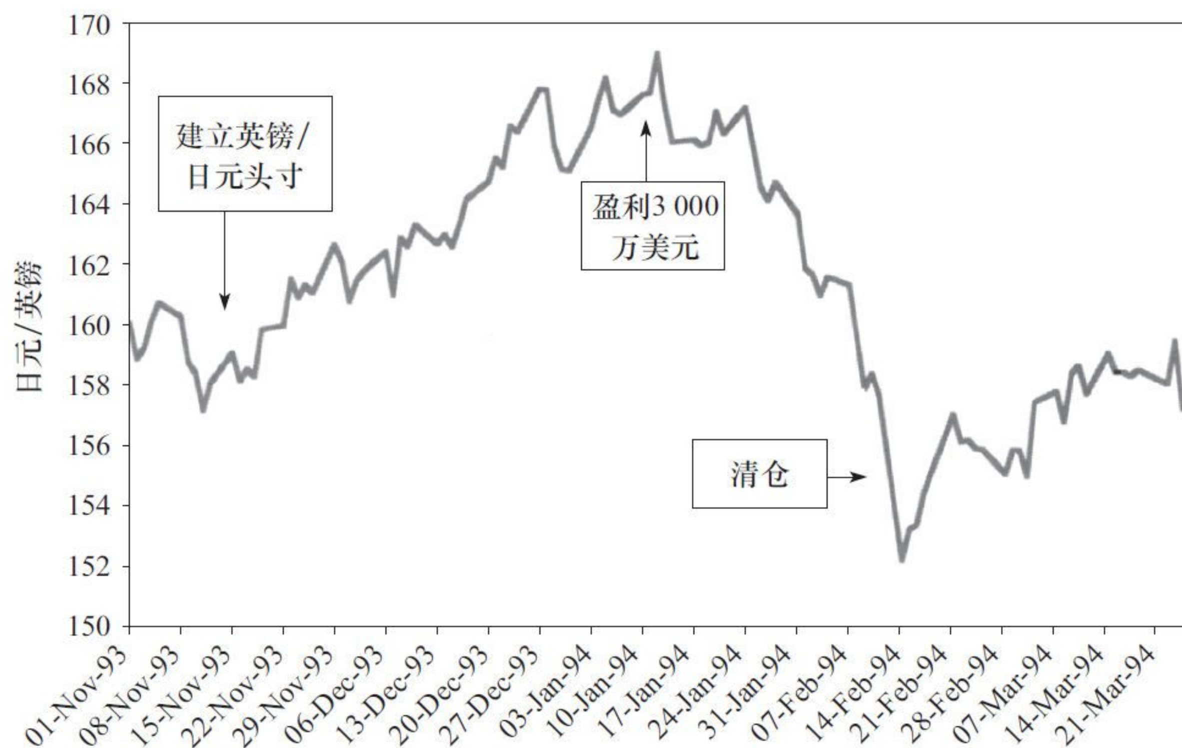


图5-1 英镑/日元汇率（1993～1994年）

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，美联储开始紧缩政策，而债券市场也开始升温。事实上，通过持有固定收益证券空头，我也只弥补回来35%的损失。

1994年之后，高盛对自营交易部门的结构进行了大刀阔斧的改革。许多人离开了公司，许多人被辞退了。到了1995年年中，自营交易部门中的交易员从20多人下降到只剩下3人。公司让我去运作欧洲的自营交易部门，重建欧洲办事处，但是要用不同的风险授权范围。这就是被我称作“新的自营交易小组”的诞生过程。

从英镑/日元的交易损失中，你学到了哪些经验教训？

过于自信是一件非常危险的事情。理由很简单，以前的业绩很好并不意味着将继续取得良好业绩。事实上，当你获得良好的业绩时，正是处于最危险的时候。过于自信是一个绝对致命的东西。市场可以给你一切，但是市场也能够易如反掌地收回一切。事情进展有多良好并不重要，你应该总是自己提醒自己后退一步，然后问自己“可能会出什么事情”。事实上，事情进展得越顺利，你就越应该观察自己的风险所在，观察不利之处是什么。

而且，你从来都不应该做空gamma。我已经变得对任何这类的交易都非常反感。这种交易包括套利交易（carry trade），因为我脑海中这本质上是合成的gamma空头交易。我始终强烈地认为，全球宏观领域

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的投资组合应该总是包括gamma多头，而不是gamma空头。作为一个稳健的选择，永远不要做空gamma。

GAMMA

Gamma是一个期权价值函数的二阶导数。它是一阶导数的变化率，一阶导数就是一个期权的价值与其标的资产价格波动之间的关系。当一个期权是在平价时（标的资产的价格接近行使价），gamma就很高。价内或价外程度越大，期权的gamma值则越小。持有一个期权就等同于持有gamma多头，而出售期权是创造一个gamma空头头寸。

在1994年的交易中，我所学到最重要的教训就是获得流动性是有成本的，而失去流动性的代价更大。我通过持有一些短期期权的空头，试图弱化资金的时间贬值。但当市场出现紊乱失衡的现象时，我因为出售期权所产生的损失，比出售期权所获得的那点可怜的期权费高出好多倍。通过这次教训，我学会了不仅不能随便出售期权，更要考虑当存在市场压力或者可能出现市场紊乱时，应积极买入期权。即便我在1994年没有出售期权，情况也好不了多少，因为市场差价缺口太大了。但是，如果我那时持有看跌期权，那么整个问题的负担将落在那些卖给我期权的人身上。

交易的魅力在于你仍然可能会犯同类错误；但是，希望你只会犯更小的错误。比如，现在当我有点过于自信时，我通常会立刻想到这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个教训，一旦市场状况开始对我不利时，我会立即削减部分头寸。我希望自己现在能更冷静而明智地思考事情。

作为这个故事的结尾，做多英镑/日元交易的第二年，我的业绩情况仍不妙，但是在接下来的5年里，英镑/日元的汇率却从130一直飚升到240，每年的套息空间都非常大。然而，我却根本未从中得到收益，因为市场用它的方式告诉我：我的时机选择提早了1年（见图5-2）。

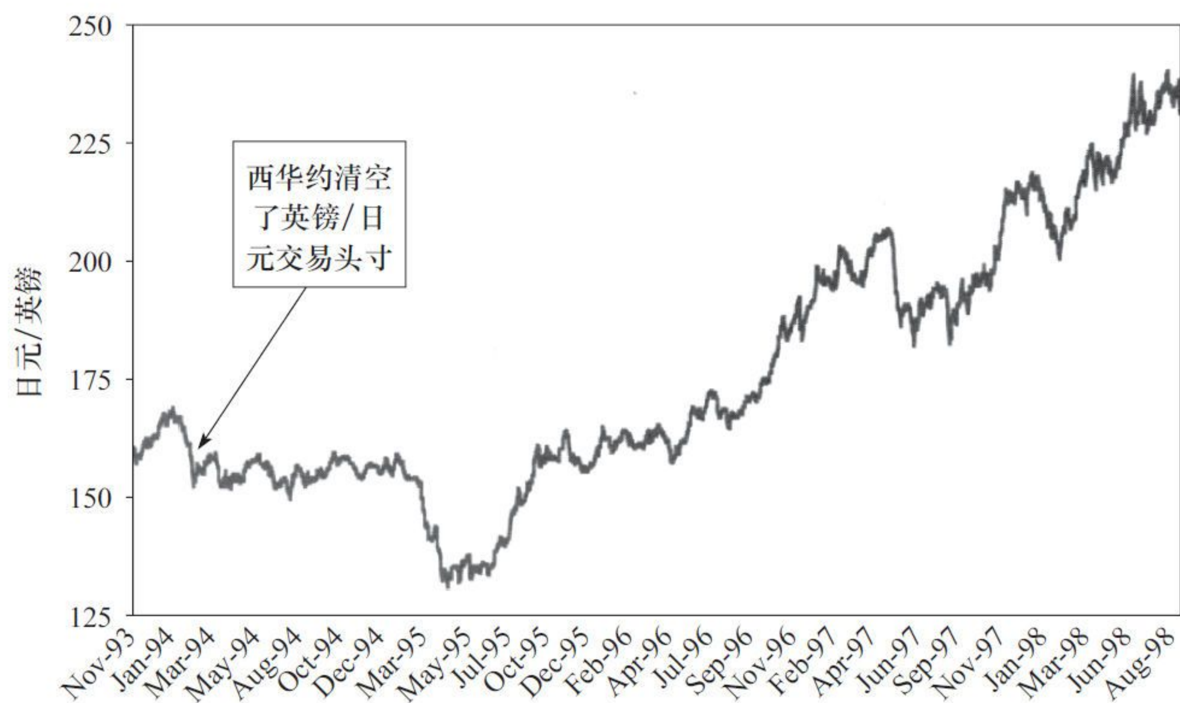


图5-2　英镑/日元（1993～1998年）

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事后来看，你从英镑/日元的做多交易中清仓出货是不是有些太胆小了？

市场走势总会到它应该去的地方。的确，在我清仓后的那一小段日子里，英镑/日元的汇率是在直线下降，然而，当我清仓操作完成了之后，市场行情又开始上升了，奔向它该去的位置。

市场是无边无际的，但是如果有人知道有一个大的头寸正在被清空，那么他会追逐这个头寸的市场方向。新加坡巴林银行的尼克·里森事件和长期资本管理公司事件，都是经典案例。市场崩溃对其疯狂行为嗤之以鼻，并进行着与他们相对抗的交易。

英镑/日元的交易经历，后来被证明有用是吗？

是的，这一点确定无疑。1998年的长期资本管理公司和俄罗斯事件是我的转折点。公司在1998年的业绩不是特别好，但是我们的自营部门在1998年经历了特别辉煌的1年，而我把成功归因于从1994年事件中吸取的经验教训。

1998年，高盛集团有一个已经建立多年的风险套利部门。部门中都是非常年轻的人，绝大部分拥有博士学位，但他们相对缺乏交易经验。他们都持有这些风险套利头寸，但是同时还管理着许多其他大头寸。与此同时，我们被当成老人，因为我们的年龄都过了30岁。我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去时常相互看看对方的头寸，然后说：“这个结局会很悲惨。”而当事件发生时，我们只是对欧洲美元合同进行了加仓（见图5-3）。

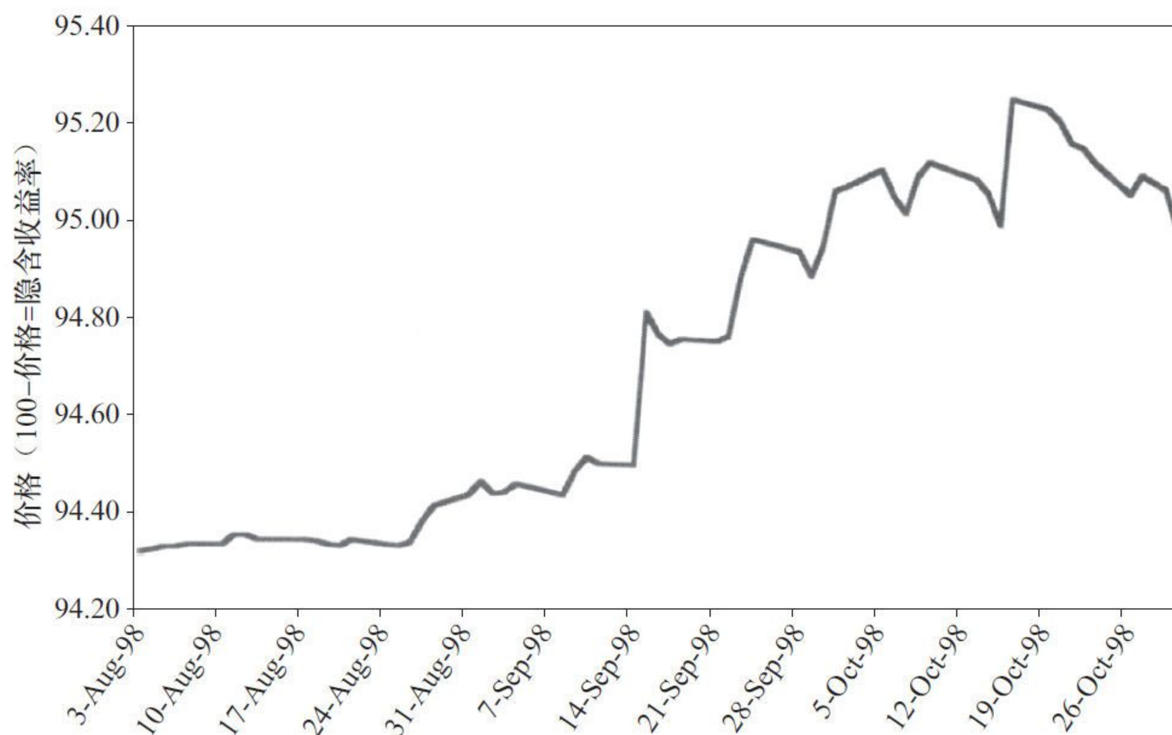


图5-3　欧洲美元期货（1998年夏天）

资料来源：Bloomberg.

然而这种市场变化，对于我来说，简直是棒极了，因为这就像从外部往里面看，旁观者清。我看着这些伙计在犯与我1994年所犯的同样错误，仅仅因为他们在之前的年份里赚了好多钱。从1994年开始，1998年是我们业绩最好的1年，但是也因为这些风险套利部门的小伙子亏损了很多钱，公司还是完全陷入了困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从你的同事身上看到自己的影子，以及知道他们怎样想之后，你就意识到应该反向交易，对吗？

是的。因为事情慢慢清晰起来，风险套利部门将会由极盛大幅跌落。我与风险套利部门的一个员工十分熟悉，偶尔在回家路上我会载他一程。他23岁，在前一年为公司赚了大约2000万美元。对我来说，那是相当好的业绩。我记得有一次在和他一起下班的路上，我问他现在进展怎样，他回答说：“我赚了5000多万美元，你认为接下来我该怎么做？”

我说：“我并不想像祖父对待孙子一样教育你，但是想想其他人今天业绩都不怎么样，而你的业绩却高达5000多万美元，该知足了，平仓。相信我，这已经是个大数目了，你应该感到高兴。”

他看着我说：“但是如果我平仓，我会亏损。”

他就是这么说的。如果他平仓的话，就会亏损，因为市场缺乏流动性。当我回到家时，在想：“情况还会变得更糟糕。”所以我购买了更多的国库券和欧洲美元。

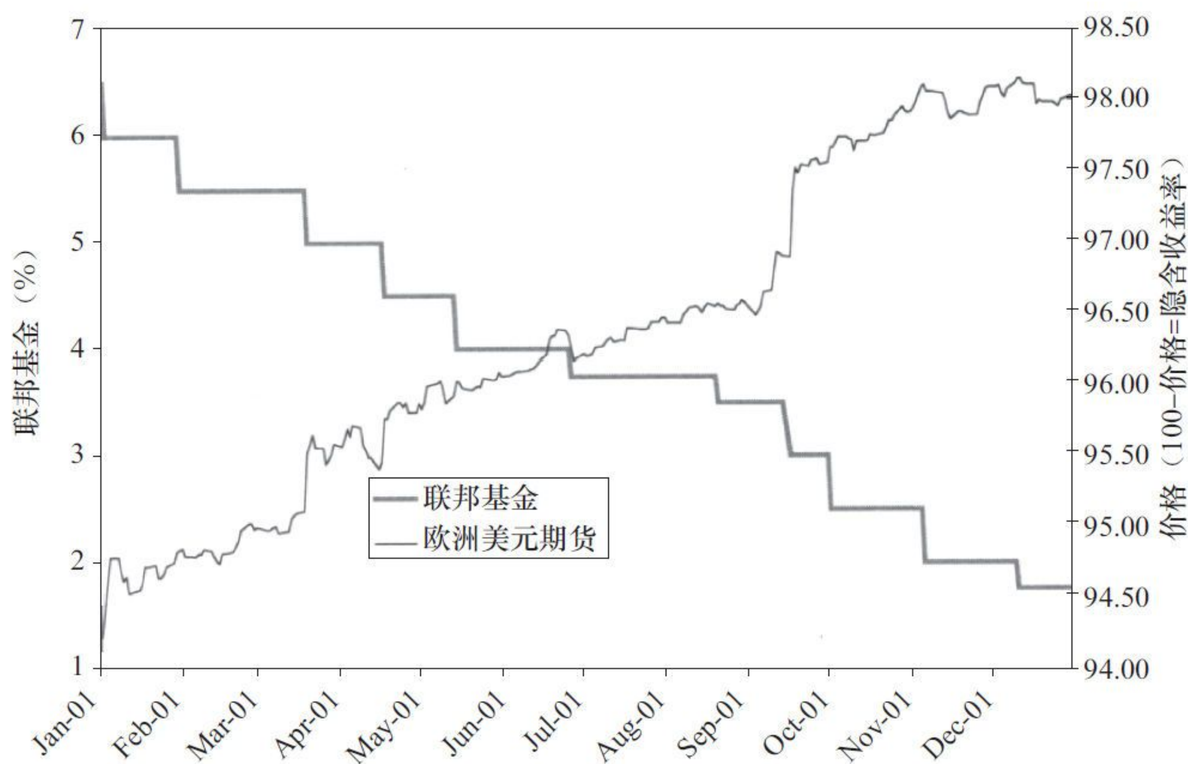
做多欧洲美元，似乎是你最爱做的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这只是一个简单的交易，而且也很清晰明了。当我观察到美国拯救经济出现方向性混乱时，我决定购买欧洲美元，这并不复杂。

我依然记得美国2000年之后大降息周期，我和高盛公司风险部门的一个人发生意见争执。他问我：“你为什么老是持有欧洲美元多头？你为什么不持有一些南美洲国家的固定收益证券或者投资亚洲国家？让你的投资更多样化？”

我答道：“当美联储处于激进的降息周期中时，我之所以持有欧洲美元多头，因为这是在全世界最具流动性的市场上最清晰明了的交易。当在流动市场上出现如此清晰明了的可获利的交易时候，我不想持有南美洲国家的固定收益证券或者任何其他东西（见图5-4）。”



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图5-4　联邦基金和欧洲美元期货（2001年）

资料来源：Bloomberg.

在你的职业生涯中，在持有固定收益多头和空头上，哪种头寸赚得更多？

多头。而且当你知道市场如何交易时，你会觉得这样做十分合情合理。固定收益的熊市周期较短，因为往往会出现强有力的回升。在熊市中你也可能赚钱，但是你必须能够完美地掌控交易时机。你必须拥有那种技能，而那种技能完全不同于其他技能。作为一个中期玩家，一般我是期待在固定收益市场的上升周期内赚钱。同时，持有固定收益多头实际上是一个合成的gamma多头的交易。在超过90%的时间里，如果经济中出现较大的紊乱，固定收益证券会反弹，这样我会睡得更安稳。

当然，在固定收益市场熊市的时候，还有许多其他可赚钱的交易，比如货币交易。当你开始陷于固定收益市场熊市时，外汇市场上有更多的机遇存在。

你的头寸持有期限是多久？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要看具体情况而定。我标榜自己为“中期玩家”，但是现实情况是：当你持有头寸时，5分钟之后发生的事件，可能会让所有的事情都改变了。你必须时刻评估自己为什么要做这个交易，以及是否还应该继续持有。如果持有该头寸的原因发生改变或者数据改变了，就应该退出来。总的来说，我交易的时间期限从零到三四个月不等。

你怎样想出点子的？你阅读华尔街的研究报告吗？

我一般不读。问题是如果吸收所有的东西，那太夸张了。我习惯于在我的投资计划快要成形时，叫员工给我找一些特定主题的文章，而不是从所有文章中筛选。我需要有助于启发自己思考的员工，这就是为什么集体讨论比一个人自言自语更有用的原因。从最简单的层次讲，我喜欢观测市场的价格。这非常重要，它可以告诉你，何时人们看涨，何时看跌。我酷爱观察价格，如果只被允许拥有一件工具，我会选择股市行情报价器，或者类似的东西。

你认为当产生一个想法时，亲自前往实地考察是不是很重要？比如你正在考虑一个与瑞士有关的交易，你会去瑞士考察吗？

一般不会。如果我在瑞士待一天或一个星期，我能了解到什么呢？难道你会去央行的办公室期待人家告诉你下周将会降息？那只会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是做做样子罢了。

你之所以对一个地方能够了解得很清楚，是因为返回的信息很有价值。如果你在像瑞士或中国这样的地方居住，比如说居住了10年，才会真正懂得如何去发现信息，这样你才能发现变化或者至少知道去找什么。

我妻子在中国待了好多年，我们在那里有很多好朋友。我不再经常去中国，但是我会和那边的朋友交流，而他们会给我描述关于中国所发生的一切，让我清晰地了解中国的状况。但是那样并不能使我知道中国人民银行是否会在下周、下月或明年对货币重新估值。

通过旅行找交易灵感的另外一个问题，是因为处于纽约或伦敦的金融圈里，我们已经对自己的金融过滤器与信息来源产生依赖，而这导致我们无法完全真实客观地去观察世界。这样，即使你亲眼去看，也经常无法了解真实世界所发生的一切。

你对格林斯潘和各国央行官员的总体看法是什么？你认为他们是不是因为更擅长游戏规则而熨平了市场的波动，或者他们只是牺牲其他方面来熨平市场的波动？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毫无疑问的是，他们在细微市场方面已经非常擅长，尤其是美联储。然而，市场似乎相信："好，现在，这些家伙已经为解决所有事情做了最大努力。"可那是挂在天上的馅饼，不可能解决根本问题。他们只能拖延时间，而别无他法。我怀疑在格林斯潘卸任后，真实问题就会显现出来，因为格林斯潘不希望问题在他的任期内发生。

你对于世界经济的长期看法是什么？

我本能地感觉到将来会更痛苦，因为我们必须弥补20世纪90年代欠下的账，这令人担忧。就个人和家庭而言，我对此表示担心，但是从基金投资的商业角度上讲，这非常棒。正是因为这个行业的两面性，我们得以因经济紊乱和动荡而成功。在全球经济摇摇欲坠时，全球宏观对冲基金交易者的业绩反而会更佳。在某种程度上看，是对冲赚钱的好时机。

总的来说，我无法预见1年以后的事，因为事态的发展如此瞬息万变，预测5～10年的事很难。我对1年内的事情有自己的看法，而且我通过写交易日记来严格约束自己。每天早晨，我重复同样的程序——如果我持有某项头寸，我会问我自己为什么持有该头寸？情况发生了什么变化？

利润表会告诉你很多事情，但是我认为从中期交易的观点来看，这并不能告诉你一切，因为毫无疑问你会在某些时间亏损。事实上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你会在某几天或几星期内亏损，但是那未必意味着头寸是错误的。反过来说，我的一笔交易盈利了，也未必意味着该交易正确。你可能因为错误的原因而赚钱，但是你应该有自控力，一旦亏损，就要及时结束交易。

停止因错误原因而盈利的交易，需要不凡的自控能力。当那种情况发生时，你应该立即平仓，因为市场中真正的聪明人会利用这一点。因为你不知道为什么走进去或者不知道从哪里出去，那都是一些常犯错误。但这就是应对此类灾难的正确方法。

坚持自我约束并遵守市场纪律并非易事，这就是我为什么坚持写交易日记，让自己始终保持诚实的原因。我希望自己能够百分百地遵守自己制订的规则。事情似乎总是这样，人们不断地吸取相同的交易教训。市场总是在那里控制你，它是你业绩的客观评价者。每日的盈利/损失在于你自己，而不可能归咎于他人。当我发现人们总是尽力为自己的错误找借口时，总是感到匪夷所思。“责任不在我，是因为市场无理智；这不公平，如果公司不让我平仓我的盈利将是多少”，等等。然而事实上，它们是因为你亏了钱，才叫你平仓的。

你打算通过期权还是现金市场来验证你的中期观点呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我总是把我投资组合中50%～60%的资金用于投资期权。我也进行现金交易，但是那是机会主义的投机取巧。我投资的中期期权的久期一般是3～6个月，我也会选择一些隔夜期权。比如，如果我持有欧元多头，那么当价位接近我的目标时，我会卖掉隔夜看涨期权购买看跌期权。

自营商的投资组合管理风格，一般来说是在交易机会不明显时削减头寸，而当面临大的交易机会时就加大财务杠杆。你认同这样的说法吗？

是的。我坚信宏观对冲基金每年都有三四个大的交易机会。如果能抓住一个，你的收益率会达到很高的个位数；如果抓住两个，收益率会达到10%～20%；如果全部都抓住了，那么你的业绩将不可思议的好。

交易中最难的事情就是不做交易。这可能是那些初涉基金业的人最常犯的错误之一。持有亏损头寸太久，与过度交易一样，都是糟糕透顶。

你在高盛所做的交易中，最喜欢的是哪个交易？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不太确定是否会用“最喜欢”这个词，但是在我的职业生涯中，让我最受益匪浅的，当属英镑/日元那次交易。因为每次当我回忆并且重新审视它时，就会从中学到更多。这个经历对我影响甚大，它涵盖了所有的因素。翻开交易日记，用心思考阅读，让我觉得受益匪浅。

我喜欢的一次幸运的交易，是关于德国政府债券与意大利政府债券之间的利差交易。我和另一位伙伴合作完成了这笔盈利丰厚的聪明交易。无论过去还是现在，我始终相信欧洲市场的价值。在20世纪90年代，欧洲市场被严重低估的一件事是欧洲建立货币联盟的政治意志。

1995年，我们开始关注趋同交易。那时，意大利政府债券相比德国政府债券，之间的差价大约是600个基点。到我们进行交易时，差价大约是500个基点。我们相信意大利最终将会采用欧元，从中期来讲差价会下降到200个基点，最终会趋于平价。因此，我们构建了一个马克/里拉的货币变动范围限制期权，期权结构设计得非常吸引人。

我们的货币期权设计人员给我们提供了这种期权，但因为风险/收益比率已经异常得高，所以我们选择了一个适当的交易规模。通常，我不太喜欢这些具有路径依赖的完美衍生品组合，但是我们认为如果最终趋同会发生，那么这个期权将前景辉煌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这件事情做得非常成功，但是因为我们的所有交易都在内部进行，因此期权交易席位非常繁忙。由于严重缺乏流动性，他们在做这项交易时特别辛苦，因为每当意大利表明得更有可能采用欧元时，差价就会变得更小，这样就必须尽力轧平头寸。

与此同时，我们却坐在那里欢呼胜利，因为赚钱快得就如同印刷钞票一样。最终，高层管理人员不得不出来干预，叫我们结束交易，因为我们这样等同于在扼杀那些专营交易员。我们在1999年的年终结束了交易，因为我们被命令必须这样做。但是如果继续进行交易，可能会做到欧元诞生。我们一直做到差价接近50个基点，这笔交易真是让人觉得痛快（见图5-5）。

那可能是我所有交易中期限最长的一个。通常，满足于现状是不理智的，对即时事件本能地做出快速反应并开展交易，才是聪明的。这笔交易背后蕴含了我的许多思考，而这些想法也确实起到了作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

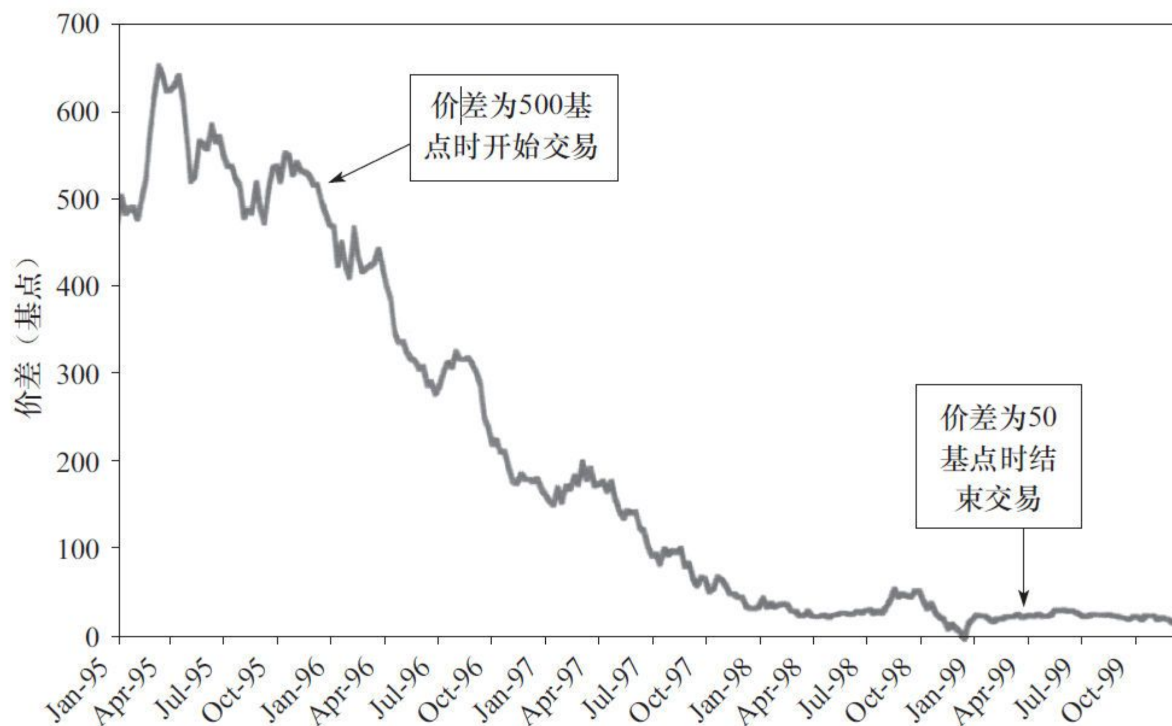


图5-5　10年期德国政府债券与意大利政府债券差价交易（1995～1999年）

资料来源：Bloomberg.

能说说你抓住的一个即时事件交易吗？

我满意的一次交易发生在1992年英镑从欧洲汇率机制中脱离的那段期间。像索罗斯等人一样，我在对英镑下注中赚得不多，但是在对英镑利率的赌注中我却十分成功。

在英国政府提高利率保卫英镑期间，我买入了看空英镑利率期货的认购期权。在英国经济元气大伤时提高利率，很明显是政府的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常愚蠢的举动。我的买入价是10%和13%，当华尔街的价格剧烈波动至顶峰时，期权价格变得很贵，但是在发生大事件时，隐含的波动性又总是被严重低估，结果我们捡了个大便宜。我最大的错误就是平仓太早。我赚了一把，但是如果再继续持有头寸一两个月，那么至少能多赚两倍多。

谈到即时事件交易，《华尔街日报》有一篇关于“9·11”的文章。我知道对于业外人士来说，从灾难中发财有悖常理，但是你的工作就是及时做出反应，保护你的投资者的资产。

市场通常会按照自身的规律发展。它们之所以并没有那样发展，是因为我在积极地进行交易——它们本应该无论如何都要那样发展。没有人能够削减美国固定收益市场空头方的利润几个基点，只有美联储有能力做到这点。

在2001年9月11日那天早上，我已经持有固定收益多头，我一直认为美国经济是虚弱的。1年来，我已经合理地持有着适当的头寸规模。当时在伦敦的高盛交易大厅，我依然记得有人说：“一架飞机撞到了世界贸易中心大楼的一角。”我从电视中观察到的第一件事是那天天气很晴朗。我曾是一个直升机飞行员，有过14年的飞行经验。我知道

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在驾驶的飞机下落时，不会选择飞向最高的建筑。恰恰相反，应该飞向河流或者一块平地。

我立即想到这是“恐怖活动。”这将会触动消费者的敏感情绪，而这也是那时保持美国经济不消沉的唯一源泉。在第一架飞机撞击之后而第二架撞击之前，我马上购买了欧洲美元和欧洲美元的看涨期权。那天价格上升居然没有超过13个基点，这让我感到非常奇怪。市场对于这件大事可能出现的后果的反应，真是令人难以置信得慢（见图5-6）。

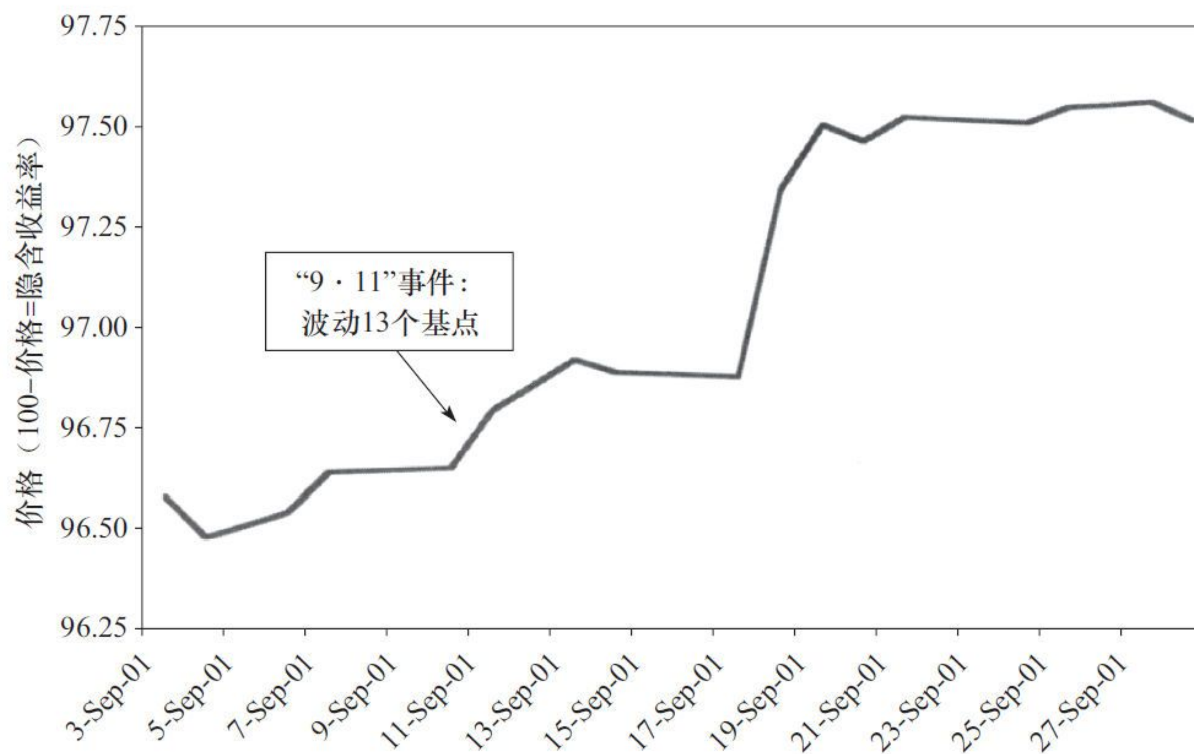


图5-6　欧洲美元期货（2001年9月）

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为度过困难时期，高盛投向更具风险的赌注

2001年9月11日，在恐怖分子挟持第一架客机撞击世界贸易中心之后，据知情者说，当时正在伦敦交易大厅的西华约先生，立即跟一个同事说这个灾难事件不可能是意外，因为纽约的天气很晴朗，他推断该飞机坠毁是蓄意人为的。西华约先生立即平仓了那些在经历大型恐怖事件之后可能会下跌的多头头寸。他快速地买入期权，这使得他获得了在未来以特定价格购买政府债券的权力。随着恐怖袭击消息的扩散，其他投资者纷纷转移到其他相对安全的债券，并抬高了债券价格，这使得他获得了可观的投资收益。

资料来源：格雷戈里·扎克曼（Gregory Zuckerman）和苏珊·克雷格（Susanne Craig），华尔街日报，2002年12月17日。

由于曾当过飞行员，“9·11”事件发生那天你又恰好在办公室，这使得你可以做成这笔交易，受到人们的羡慕。但如果那时你出去喝咖啡或者开会，那么这笔交易也就不会发生了，是吗？

也许是吧，但是就像我所说的，市场反应非常缓慢。这是我之所以认为市场很神秘的一个原因，市场对大事件的反应异常迟钝，我找

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不到其中的原因。这是一个经典的例子，但由于众所周知的原因，事实上我本人并不怎么喜欢谈论它。

现在还是让我们谈谈这个事件。如果恐怖袭击发生在雅加达或者伦敦，对市场的冲击将会小得多。英国已经经历过一次重大的恐怖炸弹袭击，因而市场也产生了部分免疫力。而美国的情形完全不同，在美国本土从未发生过如此大的外国恐怖袭击事件，因此交易的细微差别不仅仅是经济上的，同样也是文化上的。所有这些事情，构造出了我所做的事情的逻辑脉络，增加了一层使市场看起来更神奇、更有趣的面纱。[2]

你曾经告诉我“你记不住昨天的事”，对你的交易有帮助吗？

这是在高盛公司的同事中流传已久的笑话。我对某些事的记忆能力特别强，但是有时，我却对其他人都熟知的市场历史几乎无法记住。如果你问我两年前美元发生了什么，我就得回头看以前的图表。通常，我把它当成一种交易优势，因为我不会受过去所发生事件的影响。

历史能够成为一个非常实用的比较基准，但是前提是只有所有的事放在正确的背景里。我们身处哪个周期中？X代表与上次完全不同的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事情吗？是否存在通货膨胀？是否存在通货紧缩？

人们花太多的时间来谈论这些事情，比如，“这就是在1987年市场所发生的，非常类似，因此我会做这个交易”。或者，“这就是1994年当紧缩周期开始时所发生的，因此这次也会发生同样的事情”。我不喜欢这种态度。市场千变万化，而人的反应也会不同，这要比仅仅观察上次所发生的事情和变化更加微妙。

我记得直到20世纪90年代初期，每当股市震荡，人们就会倾巢出动购买固定收益证券，因为他们已经形成思维定势。现在有一大批交易员除了知道低通胀，对其他的东西都一无所知。

我很幸运地与一位有着超过30年交易经验的自营交易员贝内特·葛劳共事。布雷顿森林体系解体前一天，刚好是他第一天上班。我可以观察数据和图表，但是他却能看到和感觉到与这些事件相关的市场情绪，这些是不可能从教科书中获取的知识。

因此，这是一种混合作用。你能简单地快速记下任何一件孤立的事件，但是你却遗忘了很多其他东西，因此围绕事件再来研究历史是很有价值的。你必须把每一个件事放在正确的背景之下，但那并非易事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上次见面，你还是在高盛公司，当时正在进行一个试验。你雇用了许多没有交易经验的年轻人，给他们确定交易限额。那时，他们当中有个伙计是交易柜台中表现最优秀的。你那个试验的最终结果怎么样？

首先谈一下背景。在20世纪90年代初期，高盛公司一直采取吸收年轻人到自营部门，然后粗制滥造地培养一阵子，再从中挖掘有交易天赋的人才的策略。这样做的成功率极低，至多只有5%。我叫停了这种做法，因为这是在破坏有潜力的才华横溢的交易者的职业前途。一旦他们在自营交易中暂时受到了挫败，就成为了废物，公司中任何其他人都不愿再用他们。而且，因为成功率如此之低，根本不值得花力气培训。因此在1995年我推出了一项政策，我们只雇用那些我认识或者我们团队中的人认识的有经验的交易员。

与雇用20岁左右的人相比，同富有经验的交易员共事存在巨大的优势，因为这能减少管理事务的时间。我酷爱交易、管理风险和投资组合。我的哲学是雇用诚实可靠、富有经验的交易员，然后让他们自己管理自己。

这项试验进展怎么样呢？我们从公司中选择了一些非交易员上岗，然后给他们设定头寸限制。有一个人积极进取，自信十足，而且从第一天开始就表现出了对市场的良好感觉。总的来说，这项改革还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是成功的。在她成为全职自营交易员的第一年，就成为了部门中最高的收益率创造者之一。因此，不久以后她就具有了离开高盛到另外一家巨型对冲基金公司谋职的资历。

总的来说，你雇用自营交易员有何要求?

充满热情和谦虚是我所寻求的主要品质，但是首先并且最重要的是（听起来有点虚伪），我会问我自己：“这是个优秀的人才吗？这是我愿意与他相邻而坐、信任他并且愿意与之共同工作的人吗？”对于我来说，诚实是雇用时要考虑的唯一的最重要的特征。

对于那些有志于成为高盛公司自营交易部门负责人的人，你对他们有什么建议?

许多时候成功归因于运气，但是保持谦虚的心态可能是最重要的。如果你不谦逊，那么你不可能待太久。同时，你还必须尽情享受工作乐趣。太多的人进入该行业是为了赚大钱，但是随着时间的流逝，如果太执着于此，最终不会有好结果。

我愿意把手放在胸前发誓：我没有被市场压倒。对于我来说，不存在好运气和坏运气之分。1994年当我决定是否要清仓退出的时候，确实感到了压力，但是从那以后，我几乎能够处理任何事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些年来，大家对我最好的一个赞扬，就是一个交易员曾对我说的："我永远也无法区分出你今天的运气好还是差。"那也许是在工作场所人们对我说过的最动听的话。我见过人们处于异常紧张的情形，如果你感到紧张，就不可能有效地干好这份差事。

在你的职业生涯中，什么时候你发现自己富有才能？

事实上，我并不确定我自己有交易才能。在该行业我所取得的成功，相当多的要归于处于正确的时间和地点。1994年是我的关键时期，本来已经应该被炒鱿鱼了，但相反我被提升了。有时我会想："该死的，我是如此幸运能在这里，而不是在任何其他地方。"

如果你在1994年跳槽或者被炒鱿鱼，你会怎么做？

我拥有相当丰富的背景。在上大学之前，我离开学校干了两年计算机程序设计员的工作。在大学时，我开始学习航空学和航天电子学，因为我一直酷爱飞行器，然后我改学发展经济学。老实说，我真的不知道我自己都做了些什么。我只是感觉到，能够从事一份我喜欢的工作，幸运得令人难以置信。

你最初的计划是工作一年然后回到学校，是什么促使你留下继续工作？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很有趣，我事实上从未想过会成功。我只是发现，市场令人神魂颠倒而且很有挑战性。我猜想我如果继续做下去的话，看起来会在此领域拥有某种优势。

你向你的交易员推荐哪些书？

我最喜欢的与市场有关的书是《股票操盘手回忆录》（Reminiscences of a Stock Operator），作者是爱德温·李费弗（Edwin Lefevre）。我已经读了四五次，而且每次都爱不释手。他谈了很多事情——风险、骄傲和热情，每一样东西都让人回味无穷。

对那些为你工作的交易员，你有什么担忧？

我过去常常担心团队中有那种调皮捣蛋的交易员，但是现在我对此的观点是，如果有人让你失眠，那么这个人就不应该继续留在这里。在此后10年里，我从未遇见过顶撞我的人。事实上我对此非常引以为豪，而且总的来说我睡得很安稳。

你认为分配给交易员的资金，对他们的业绩有影响吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这几乎是确定无疑的。我在高盛已经见证过好几次。一个交易员的操作已经达到良好的标准，但他们会自己给自己加压，承担更多的风险，这样他们就会将全部精力投入到交易中去了。这就好比他们拥有一块玻璃天花板。我不知道这样是否会有内部问题或者是其他问题。但你也许不能使这种状态合理化、常规化，因为我知道不能逼迫他们做超出自己意愿的事。我已经和这些人中的部分人一起工作了很多年。我对他们说：“增加你们的风险头寸。”他们尝试了，但是总的来说后果是灾难性的。我没有听说过有人能在极短的时间内，完成巨大的飞跃。

你实现了大飞跃

对的，但那是在两个方向上都实现了大飞跃，1993年之前是上升的飞跃，1994年之后却是下降的飞跃。在1994年之后，我花了很长时间才恢复到我在1993年和1994年时的风险水平。

管理1亿美元和管理10亿美元之间存在巨大的差别。你必须对流动性有很深刻的理解，这也是我为什么转战到主要市场或七国集团的原因之一。对于我而言，风险就是流动性，而那也是我从未持有gamma空头的原因之一。

但是实际上，我真的不太关心是做100万美元的交易还是10亿美元的交易，规模大小没关系。我所关心的是，投入工作并享受交易乐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趣。我希望自己进行的是有意义的资金交易，但是我更希望操作一个更小的基金，从而取得更高的收益，而不是操作一个低收益的大基金。经济上的收益也许并没有多大区别，但是我知道自己更喜欢哪种交易。我更喜欢在提高业绩表现方面下工夫，因为那样可获得更多的自由。

对你来说，现在交易还是充满乐趣吗？

是的，交易还是充满乐趣。不同的是，乐趣的高点已经达不到以前那么高了，而低点却比以前低一点。这似乎有悖常理，我发现，处于艰难时期比在安逸时期捕捉到市场趋势更有意思。当我在努力摸索但是还没有突破时，我觉得更具有挑战性。而且，市道不佳时尽力把钱赚回来，比在市道好时采用杠杆交易更有挑战性。尽管后者能赚更多的钱，不要误解我的意思。就交易乐趣来说，试图击败市场是我想表达的所有意思，那就意味着真正正确地把握了市场。

在你的职业生涯中，全球宏观对冲基金市场是否发生了变化？

市场已经发生了改变，而且机制已经迥然不同了。我记得在1987年，我们只是密切关注货币供应量。人们甚至都不知道何时会发布这些数据。但现在，焦点已经发生了明显变化，你必须拥有观测市场变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

化并且适应它的能力。这是个持续的过程。这是你之所以会发现有人在四五年内干得好，但是之后就销声匿迹的原因。

市场经历了巨大的变化，伴随着对冲基金数目的激增，很明显我们现在已经进入了经济全球化时代。结果是全球市场之间的联系变得更加盘根错节、紧密相关。我不敢确定是否市场让基金交易变得更加艰难，现在唯一能确定的是，宏观基金市场已经大大不同于从前了。再次回到机制上来——市场时刻都在变化。

对冲基金数目的激增是怎样改变全球宏观投资的博弈战场的？

我记得在20世纪90年代初期，每个人都知道市场大玩家是老虎基金和索罗斯。他们管理着数十亿美元的资金，他们能够操纵市场。即使他们交易出错，在某些情况下依然可以使市场波幅达到5%或者更多。如今，对冲基金加起来所管理的总资产更多，但是每个人都试图追逐同样的机会，挤进同一扇门。

基金所拥有的任何优势，都可以变成一个大筹码。你有必要去发现优势，并且尽己所能去发挥、利用这种优势。这些优势，可以是简单地持有不同期限的头寸，还可以是交易风格，甚至可以是交易系统。另外一个优势的来源，是你背后拥有的一些合适的、知识渊博的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者的支撑。似乎全球宏观基金圈的人都存在许多共性，他们都拥有相同的非常严格的止损规则。

我已经告诉过投资者："我不会答应你给自己设置一个波幅限制，因为当市场出现大的紊乱时，投资组合的波动性将非常高。但是我们会通过期权来优化投资组合，这样如果我们正确，会从中获利；但是如果我们出错，可以很快平仓。因此很明显，当我们的交易策略正确时，市场会出现高波动性。"

如果你能说服投资者相信这一点，你就获得了优势。太多的人为了获得资金而情愿满足投资者的一切要求。有一次我对一位投资者说："如果你只想每月稳赚1%，那么你为什么要选择投资宏观基金呢？你应该购买指数化债券投资组合。"

你对投资者给你的交易设限，是否感到担心？

当然！确保不要没事找事，这一点至关重要。对冲基金的投资者倾向于过度交易，这是我所避讳的。我觉得有意思的是一些投资者不喜欢听我的忠告，比如，我们可能两三个月内都无所事事。一位在业内工作了许多年的朋友曾经告诉我，对投资者的无理要求要坚持己见。每天交易结束时，都会有许多人要求赎回基金，但是与其做他们不愿意的事，还不如让其撤资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我并不认为我的基金收益的波动性水平已经达到了让投资者撤资的程度。只要我们业绩良好，就应该可以拥有高波动性，但这对普通投资者来说，理解这一点是个专业素养的问题。我只会说，如果我们已经捕捉到一个价格变动并且加大了杠杆，那么我们的波动性肯定会发生剧烈变化。投资者可以放心，我永远不会对一个正在亏损的头寸进行杠杆交易。你是否会告诉你的新投资者，要有大的业绩落差的心理准备？

每隔6个月我们就会大规模地重新调整头寸，但这并不意味着一定是针对市场中大的波动进行的，我认为这只是要检查一下交易头寸的利润/亏损情况。从盈利水平为0到亏损10%，这是一个十分严重的负面信号，也是一个投资者不想见到的业绩落差。但从另一方面讲，我对投资者说，如果我们已经赚了30%或者40%，我就不会太担心在某段时期内有10%的利润下滑，只要我们的市场操作没有大的失误的话。我的投资哲学是当市场行情看好而我们又有较大的把握时，将尽力地加仓以扩大盈利。同样是10%的落差，但盈利水平从30%下降为20%与从0%下降为-10%，这二者给投资人带来的心理感受是有很大差别的。

只要赚到钱了，我们每隔半年就会派发业绩分红，这意味着我们每隔6个月都要从0的起点上重新开始布局。我们的财务会计结算年度是在9月，此外在每年3月还安排一次业绩分红。这样安排，我们可在日历年末积极地进行交易，这个期间往往有很多有意思的投资机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我花了很长时间思考的一件事是，怎样把银行自营买卖的交易风格模式移植到对冲基金的投资环境中。大多数到我这里工作的交易员，以前都是银行自营商部门的交易员，我不想把我们的核心交易风格与策略改变太多，这是为了更好地发挥我们以前积累下来的经验。

与基金相比，赚钱的时候自营买卖收益的波动性可能会高得吓人，因为银行与基金的业务特点有很大的不同。当然，高盛是把自营部门看成一个看涨期权，用来对冲特许专营部门业绩糟糕时的风险。[3]

他们会非常理性地观察历史并不断自问：“我们什么时候可能亏钱？”当然是经济紧缩期与发生信用事件时。在这种时候，银行总是把期望寄托在自营部门的超额收益上，希望它们能弥补特许专营部门带来的收入下降。但在专营部门的好日子里，如果自营部门能赚钱，银行也会很高兴，但这时自营部门明显就不是他们关注的重点了。银行要求自营部门能做到的是，在任何时候都不要亏钱。因此，在专营部门做得很好的时候，银行希望自营部门的收益水平在0～2位数之间，但在市场发生了较大混乱与波动的岁月里，银行期望自营部门能够力转乾坤。

在高盛时，我们在1998年美联储降息期间管理着大量头寸。只有当我们已经赚了丰厚的利润时，才允许我们的盈亏波幅大一些。我们以绝对收益标准来看待我们的盈利水平。当我们已经赚了数十亿美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，我们对未来有了一个清晰的看法，即我们将从高水准的盈利水平上面临一个适当的业绩下滑，因为在其他条件不变的情况下，那将是一个正常的市场修正。

但我并不认为我们能在基金管理中这样操盘，正是为了减少收益的波动性，我才打算每隔6个月重置净现值。波动性大大下降的原因在于，你把一个交易员的盈亏重置为0，这样他突然之间就少了几百万美元的净利润作为冒险的垫底资金，从而在进行风险性下注时会更加小心谨慎。

你会要求交易员清空头寸达到你的重置水平吗？

不，根本不会。我所期待的是，如果他们真得长期持有头寸，至少应该降低风险，关键是要有盈亏的概念。类似高盛的方法，如果你本年度经营惨淡，并且头寸规模小，这时就没有必要改变头寸；如果你运气不错，仓位头寸较大，那么在新的一年里就有必要降低头寸，在你再次交易大头寸时要看一下盈亏水平。

没有实际做过交易的人，是难以理解这一点的。我记得高盛的首席运营官对我说："克里斯蒂安，那完全不理性，因为第一天的机会和我把你的盈亏平衡点设置为0的前一天的机会是几乎相同的。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我回答说："我知道，从概率上说是这样，但是从心理角度看，则完全不同。你刚刚把我的盈亏平衡设置为0，我就会采取不同的交易方式。如果你要我做相同的交易，我就需要使用滚动的盈亏以及相应的业绩结构。"事实是，从理论上讲他绝对正确，但是如果你按自己的盈亏交易，事情就不是那样了。

你能告诉我在新的对冲基金框架下你的交易风格吗？

我会雇用各种各样的交易员，既有中期型交易员，又有短期型，我们将使用模型。我从来都不太相信模型，但是因为它已经成为当下市场环境中如此重要的一部分，以至于我不得不改变对它们的看法。虽然它在投资组合决策中只起很小一部分作用，但是我们可以用它当作指示器。然后，我们在基础投资组合上，会用被我称为"事件/风险机遇驱动型交易"，即利用那些大家每年都在尽力捕捉的事件驱动型市场价格错配。

你会把雇员当成风向标或者市场形势的指示器吗？

一些交易员能起到这种作用。市场情绪占了很大一部分，而你应该花很大一部分时间与那些试图弄清市场究竟是多头还是空头、是牛市还是熊市的人交流，这对于判断市场形势很有帮助。投资者的心理和情绪是决定市场的重要因素。没有人因创新而获得回报，人们因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚到了钱才会有收入。只要我自己清楚地知道我为什么要进行这种交易，我就乐意接受别人的意见并和他们一起交易。

当我1995年重建自营商部门时，我希望该部门尽可能的小，主要因为我希望了解和认识部门内所有的员工。我希望我能非常关心和我一起工作的人。我希望晚上能够睡得安稳，不必去担心抽屉里的筹码，因此我倾向于与那些年纪更大、富有经验并且是我认识且信任的人一起共事。

我尽力在我的公司里创造上述氛围。我不会和那些没有和我一起工作过的或认识不太久的人共事。对我来说这很重要。原因很简单，你会知道他们来自哪里，他们怎样交易等。但是那些难以言表的东西更重要，比如人们之间的相互尊重和信任。

在一个人们互不熟悉的环境里，你会感到紧张。有时人们错过一些交易，只是因为他们不希望让别人感觉是在复制同事的交易。如果人们之间相互了解对方以及对方的工作风格，那么就能避免那种会影响业绩的愚蠢做法。

那些自信的交易员会做他们愿意做的交易，并且当他们不喜欢时可以自主地退出该交易。他们甚至会与众不同地反其道而行，做恰恰相反的交易，而我最乐意这样做。我和持有多头的人、持有空头的人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

共事不会产生问题，因为他们有不同的时间期限、不同的原因，但总的来说，大家都希望赚钱。

如果风险太偏向于某一方向而使你不满意时，你会干涉交易员的头寸吗？或者你只关注你自己的资金池？

我们不会进行干涉或进行反向对冲。如果总投资组合并没有呈现合适的风险特征，那么我会要求个别投资组合经理相应调整其风险，从而使总风险处于合适水平。每一个交易者都有自己的投资组合，他们会管理自己的资金。我们会制定一个公司层次的风险覆盖基本标准，这可能会产生争议，但是对公司层面上主要的基本风险水平的确定则很少存在争议。弄清楚你身处在经济周期的哪个阶段以及事情将会怎么发展，并不需要太多智慧，如果你弄明白了，意味着你将身处一个非常有趣的环境中。

总的来说，我们会在广泛的宏观主题上达成一致，比如我们对利率走势的判断，究竟是处于上调期还是下调期？从最简单的层次上尽量达成一致，因为根据历史记录，我们赚的钱绝大部分都来自固定收益交易。外汇交易收益只是锦上添花，因此这样做是极其理性的。利率水平的确定总会存在一个基准，但是几乎没有人能够准确地告诉我欧元的基本价值究竟应该是1还是应该是2，或者是两者之间的某个值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，我们实际上处于这样一个位置——似乎人们已被分为两派。一派认为美国未来几年将保持3%的适当增长率，而另一派认为我们正处于经济增长顶峰并即将步入下滑期，这两派的看法势均力敌。

假设基金中美元的分配与银行自营部门信用额度的分配存在差别，那么你怎样做出资金分配决策？

每日交易结束，都有一个风险与报酬的问题。我所有的基金经理都有很长的可追溯记录，因此我可以为每个人设置一个满意的亏损水平，然后据此分配资金。我会和每个交易员一起确定出一个令他们满意的数目。分配过多的资金绝对没有意义，因为那样的话，他们会尝试进入新的投资领域，经验告诉我，那就会发生问题。

一个基金的结构与所有权至关重要，我总是管理比我所能管理的数目更少的资金。我已经把超过50%的公司所有权交给交易员和管理人员，不仅仅为了吸引、激励他们，更是为了使业务更具有广泛的代表性。在任何时候我都不会管理超过基金50%的资金，因为那样会有损多样化。另外，我不想比八九个著名的高级交易员管理的资金更多。在高盛的14年里，我发现那是最适宜的数字。一旦超过这个数字，就会开始破坏团队精神。我所有的交易员都是合伙人，我期望随着时间的流逝，他们每赚一些钱的时候，都能投一部分个人的钱到基金中去，我希望最终他们每人至少投入100万美元的私人资金到基金中去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另外一个特别之处在于所有交易员的报酬只限于他们所赚到的。在许多基金公司，高级交易员会提取一部分基金业绩费用，而我不喜欢这样。我只希望得到自己所赚的。我热爱交易，我不知道我为什么应该从别人的业绩中直接受益。

同样，我只有一个固定比例的业绩费用提成标准，用来分配给那些非交易员。我希望每个人都得到激励。我的首席运营官和首席财务官都是合伙人，我不希望他们被资本增长所困扰，因为那是他们得到报酬的方式。他们也要参与这个很大的基金池，与我一起分担风险。我希望他们也能随时关注规模和收益的最优平衡，对于他们来说，收益比规模更重要，因为收益是他们收入的很大一部分。

你能谈谈银行自营交易部门和对冲基金之间的类似点和差别是什么吗？

其中一个非常相似的地方，是当市场存在扭曲现象时二者增加收益的能力，因为市场机遇只有一个。除了我所说的亏损限制性条款，交易的基本规则完全相同，不管是在银行还是在基金。银行在止损规则上的限制很难会做大的调整，而我们则不同，往往会在6个月左右根据市场行情与业绩表现重新设置我们的止损规则。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从1994年以来，我们在高盛的操盘中每年都没有出现亏损，其间出现了几个波动非常大的年份。当然，如果你拥有能理解这种情形的理性投资者，那种波动是可被重新构造的，有很大的弹性空间。我并不认为投资者希望某年亏损，但是当你向他们解释假若他们希望得到不菲的收益，就应该去接受在事情进展顺利时出现的一点波动，投资者大多能表示理解。

我实际上相信，只有当你进展顺利时你才愿意去挑战分配头寸的限额，只有你拥有能理解你的投资者，否则，你不可能会获得翻倍的收益。对不同的交易员，即使是在同一年，也必然会存在不同的收益特征，那取决于该年你做得怎么样。那些不能接受事实的人，是不可能取得翻倍收益的。

说到差异性，与大众的观点相反，银行没有设置大笔支出，因为它担心那会影响交易员承担风险的方式。你完全知道将获得什么回报时，不会去挑战限制尺度。趋势是要去思考事情进展的确定性。思维过程是这样的："好的，我已经盈利2000万美元。如果我挑战限制尺度，我会盈利4000万美元或者什么都没有，但是现在我知道这2000万美元中X比例的Y美元，已经稳稳收入我的囊中。"

从心理上讲，这种思维非常明智且合理。但在高盛，他们希望在扭曲的市场上挑战限制尺度，因此高盛不给我们一个固定大笔支出的确定限制。事实上，他们传达的微妙的，甚至潜意识的信息是："如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果你考虑到压力不挑战限制尺度，我们将会惩罚你。”从他们那方来讲，这也是非常聪明的做法，因为正是压力下的突破，才产生了在市场巨大波动期间的翻倍收益。

一些人说投资银行只是为自营部门而设立，因为研究部门的职责只是为销售人员生产一些传给客户的信息，而销售人员再从客户那里获取信息然后转给自营部门。如果没有银行资源，你会觉得不便吗？

我完全不同意这种说法。我在高盛的自营部门工作了14年，我可以告诉你，研究部门根本不是为自营部门而设立的。它的建立是为了促进销售，完全集中在特许经营业务上。我们从研究人员那里获取的时间和资源与特许经营部门相比，总体来说，微乎其微。那就是人们所说的身处银行外部的一个巨大优势——可以接触更多的信息资源，定价更合理而且相对透明。

高盛公司的客户流有助于你的交易吗？

在20世纪90年代初期做外汇交易时确实如此，但是随着监管越来越严格，我们所获得的信息也越来越少，直到几乎不能获取任何信息。而且，那种交流并不是像我们这样坐着去努力抓住未来的50个基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点或更大的利润。从结构上来说，我们正在寻找50%～100%的波动，因此客户流对于我这种风格的交易并没有那么有效。

你担心交易成本吗？或者因为你正在寻找大的波动而认为成本微不足道？

在高盛，我并不担心这个，因为我走的是高端。我是公司的合伙人，并且为了提高同事情谊与互助的能力，我们的所有交易都在内部进行。所以，那时我并不担心要支付1个基点或是额外10%的手续费，因为那实际上只是在公司内部会计账户间转移而已。但我现在做自己的基金，我就比较担心这个问题了。

关于创立基金，你现在最担心的什么？

业绩。“是骡子是马，牵出来遛遛”——这是考验你的真功夫的关键因素。每日交易结束时，一切事情都是关于赚取多少收益。

同时，管理一个对冲基金比银行自营交易可能更公开，大家都看着你呢！对于我来说，也许那会成为最困难的事情。这种情形非常类似于当一个年轻人从一个不同的部门加入自营部门。毫无疑问，有一些人希望看到你失败，对于你那是压力。但是正是这种压力，使我一直热情高涨、充满斗志。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你认为你是和市场竞争还是和其他对冲基金竞争？

最终是市场，毫无疑问。我不会去担心其他对冲基金。世界是如此之大，而我希望他们都很好。我只会担心我自己将来是否干得好，那意味着战胜了市场。然而，如果我说每月结束时我不会回头检视一下我们是否在同行中富有竞争力，那我就是在撒谎。

以上是我所得到的所有信息，你希望再补充一些睿智之言吗？

不好意思，我缺乏睿智的言论。

[1]1000份代表1亿美元名义头寸。

[2]这次采访发生在伦敦地铁遭炸弹袭击的前几个月，而该次袭击对市场的影响甚微。

[3]特许专营部门投资的产品相当于是长期存货，不管投资的是股票还是固定收益证券。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章　研究员

安德斯·卓布尼博士（卓布尼全球咨询顾问公司）

在对冲基金业和金融市场瞬息万变的世界里，机构的研究部门正在经历大变革。以前，大投行会为顶级分析师数百页的分析报告付钱，分析师因支持经纪业务而获利丰厚，但是，这样的日子已经一去不复返了。类似地，甚至许多大型对冲基金都开始精简人员，不再聘用内部研究团队去满足宏观交易员的需求，但是与此同时，也孕育着机会。

安德斯·卓布尼博士是学术圈的经济学家，他以前是华尔街首席经济师和自营商，而现在是一家独立的研究公司——卓布尼全球咨询顾问公司的战略规划师。他是我的商业伙伴，尽管我们拥有相同但并不常见的姓氏，我们确实不是亲戚。

因为上述原因，我心中举棋不定，考虑是否在本书中放入和卓布尼的访谈，但是最后我决定应该像对待其他顶级从业者一样。虽然他并不像其他受访者那样积极活跃地赚钱，但他的渊博知识和横跨市场三栖（学术、研究和交易）独特背景，对本书来说具有特殊价值，更不用说目前绝大多数顶级的全球宏观交易员都在阅读他的报告，并且定期地与他讨论市场呢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卓布尼在剑桥大学国王学院获得博士学位，然后担任剑桥国王学院和伦敦大学的经济学教授，这开启了他丰富多彩的职业生涯。在卓布尼33岁时，信孚银行研究部门的负责人看到卓布尼写给《金融时报》的读者来信后立即雇用了他，从此他进入了金融市场。在很短的时间内，他成为了首席经济师和研究部门的负责人，但是，他视头衔为粪土。之后，他转去瑞士信贷第一波士顿银行（CSFB），帮助建立全球货币交易业务。

卓布尼从来都没能适应华尔街的保守世界，他于1998年春天辞职，搬到南加利福尼亚海滩，重新开始了学生生活。他是个行为古怪的人，因此，我第一次见到卓布尼时会诧异他为什么没有完全适应华尔街的生活。他讨厌系领带，对纽扣特别反感，从不穿鞋子。他非常热情亲切，从不害怕挥动着胳膊挑战别人，对于坚信的事情特别充满激情，敢于直言指出别人的错误。但是尽管他爱挑衅、易兴奋，却颇具创意思维，而且他生性忠诚耿直。

在厌倦了在洛杉矶的学生生活后，卓布尼重新开始与金融界的老朋友接触，那些老朋友都很思念他那些关于市场的不受约束、与众不同的观点。在这种情况下，他开始着手撰写业务通信，不久之后成为咨询顾问，后来又变身公开论坛版主，也就是卓布尼全球咨询顾问，坐镇有关全球宏观市场的现场演讲中心。卓布尼推进了顶级对冲基金经理以及其他成功的知识分子之间的公开对话，但是与其他研究平台

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同，他还一直继续致力于捕捉交易机会。换句话说，所有的观点都要符合可交易性和可行性的要求，仅仅是理论、观点与意见是不够的。当银行已经降低了自营交易的风险水平，并且在交易大厅的作用日渐退减之际，卓布尼全球咨询顾问公司却创造了一个虚拟交易大厅，这个交易大厅是由来自全世界的聪明交易员构建的。他们每年两次聚集在卓布尼全球大会上，就最喜欢的交易进行争辩和讨论，而会议则由卓布尼博士主持。

第一次见到卓布尼时，我当时还在位于伦敦的德意志银行旗下对冲基金公司工作。因为那时一直有人问我是不是“来自现款信贷第一波士顿银行疯狂的、聪明机智的战略家”，我通过彭博资讯初步了解了他。我发现我们的祖父母都来自布拉格，都在马里兰贝塞斯达上过高中，都在伦敦经济学院上大学，都在伦敦的投资银行界工作。当我们相互认识之后，我很快发现，在那些每个人都声称自己与众不同、声称他们所谓的做法与一般大众观点相反的世界里，其实只有卓布尼真正做到了这一点。他以其学术的严谨性以及丰富的经历来设计大胆而有创意的点子，他的思维方式的新奇，别人是不可能捕捉到的。不久之后，我们同心协力合作，因为我们互补的技能集看起来正好能相互取长补短，更不用说上天已经把我们的名字联系在一起了。重要的是，加利福尼亚的海滩远比伦敦灰色的雨天更吸引人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5年以后，我们坐在他位于南加利福尼亚州充满阳光的家里进行了此次访问。当他伸开四肢躺在睡椅时，他说这次采访感觉就像是一个缩水的会议。

你是怎样进入全球宏观市场的？

我当时在伦敦担任经济学教授，已经听说过“伦敦城的神童”。我的那些并不怎么聪明的学生进入伦敦城，刚开始时的薪水都是我的好几倍，我感到有些失意泄气。我希望弄明白人们的这些大惊小怪到底是什么，并且我有必要知道我是否能够经受得住考验。

当时是1986年，美元正在经历严重贬值。我写了一封信给《金融时报》的编辑，内容有关美元贬值，这封信被《金融时报》刊登了。不久之后，我接到了信孚银行研究部门负责人的电话，我们谈论了与美元贬值相关的话题。我们只谈论了一点，然后他就雇用我担任集团的高级经济师。

开始时是什么引导你进入学术圈从事经济学研究的？

我一直都是一位教师，我热爱这个工作。因为学术圈的路实际上是一条最容易走的路。同时，我也擅长这方面，从而也获得了许多名声——在剑桥大学，成为一名学者就能使你变成明星。我读研究生时学习历史，但是我感觉到有必要更好地理解当前的实际环境，并且我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对数字的感觉总是非常灵敏，因此数字引导我进入经济学的殿堂。这是一个很自然的选择。

要想在全球宏观市场取得成功，你认为对经济学和历史的深刻理解是不是至关重要的？

不是，但确实有帮助。对经济学和历史的深刻理解只是其中的一种方法，但并不是唯一的方式。在全球宏观领域我吸取的经验之一，就是条条大路通罗马，成功的途径有很多种。

实现从学术圈到市场的飞跃，对于你来说是不是一件困难的事情？

我觉得非同寻常的容易。在学术圈面临的其中一个让人无法释怀的事，就是产生了一个点子，和让这个点子开花结果付诸实践是两回事，这中间存在着较长的滞后性。从最初的创意到最终文章的发表，可能要花几年的时间。而在市场中，如果你产生了一个主意，那么在一个月之内，你就可以检测出这个主意是好是坏。我所拥有的其他优势在于，我那时才33岁，精力非常充沛。那时，对市场的研究，通常存在许多陈旧迂腐的想法，因此对于我来说，能够如实地思考市场状态并且不随波逐流，是一件非常令人兴奋的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你认为金融市场中的参与者随着时间的流逝，通常会变得陈腐和懒惰吗？

一些人确实如此，但有些人却不会这样。那些真正优秀的人不会出现这种情况，因为他们拥有持久的好奇心，这能驱使他们不断进步。为了在市场上真正取得成功（这不仅仅指全球宏观市场），你必须不断更新自己，并且不断地创新处理应对事情的方式方法。“10年以前我就是这样做的，因此我应该继续这样做”，是一个大错误。市场瞬息万变，并且永不停止，你必须随着市场的变化而随机应变。

请介绍一下你在信孚银行刚开始进入市场时的情况。

那真是棒极了。1987年8月我去信孚银行工作时，正值艾伦·格林斯潘走马上任成为美联储主席。他的第一把火就是加息，然后两个月之后，发生了股票市场的崩溃。虽然那时我并不真正知道那是什么意思，但是发生股市崩溃确实让人兴奋。我记得那天我和老板一起外出吃中饭，而当我们回来时，纽约证券交易所已经开市，债券收益率上升了10个点。1小时之内上升10个点！我记得他告诉了我这不是寻常的一天。我似乎明白了一点。

我并没有预见到股市崩溃的到来，因为我那时对市场真的没什么了解。作为一个学术圈的经济学家，我理解是什么促使货币价格波

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动，因此也了解美元贬值的过程，但是我并不真正了解股票，也不知道它们为什么崩溃。同时，作为一名经济师，我推断美元将会继续贬值，但是当1988年它开始升值时，市场让我尝到了一个经验教训。

虽然我没有预见到股市崩溃的到来，但是我知道解决这些问题的高深的理论方法，能让我可以不断地观察到市场全景。当股市崩盘发生时，因为我对如何应对数据发布没经验，因此观点也和别人格格不入，这也恰恰使得我的看法在交易大厅被派上用场。绝大多数分析师都自认为他们知道正在发生什么，但是坦率地说，他们并不知道，因为他们往往是风险厌恶者，因此也是随大流的人。

两年以后，研究部门的负责人也辞职了，大家在周围找了找，然后指着我说：“就你吧。”在1989年5月，我被任命为研究部门的负责人，而这也是我真正开始喜欢市场的时候。

你不是首席经济学家兼研究部门负责人吗？

那些头衔都是一些垃圾，毫无用处。我不是一个追求头衔的人。即便我是“研究部门的负责人和首席经济学家”，又有谁在乎呢？这是一件风马牛不相及的事情。

紧随我被提升而来的困难是，我同时也成为一名管理者。我必须管理这个研究部门，而这成为了我一辈子最刻骨铭心的经历之一。市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场为我们设置了难解之谜，如果你在一个银行干得好，那么他们就会让你担任经理。问题在于，擅长市场交易但并不意味着擅长管理，而我恰恰并不是一个优秀的管理者。

你作为研究部门的负责人和首席经济学家，干得怎么样？

关键在于我开始用我自己的账户进行交易。那时一位新的交易部门负责人也上任了，是一个看起来很年轻的人，叫做吉姆·莱特纳（本书第4章的受访对象），他非常乐意接受我的思维方式。我会为他推荐交易，而他也会立即进行操作，因此我也从中学会了如何积极进取。我同时也很早就懂得了在市场上空谈无益。每个人都有自己的观点，但是导致成功的不是观点，而是有能够直接进行交易的点子。因此，我通过交易和研究发现，人们怎样通过对市场演变过程有一个基本的观点，然后把观点与市场中的感知相比较，从而找到真正好的交易点子。那就是怎样发现好交易的方式。

那年，柏林墙倒了，而德国马克开始升值。德国马克对所有的货币都升值，包括瑞士法郎。德国马克已经升值了不少，每个人都对德国马克的行情看涨，包括莱特纳在内。接着，我看到瑞士当局做出相当激进的加息作为应对措施，但市场并没有给予应有的注意。可以说，升值趋势仍在延续，因此我看到瑞士利率在不断上升，市场都在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持有德国马克的多头。我的研究部门写了一篇激进的研究报告——《瑞士法郎正处于十字路口》。从技术分析来看，德国马克/瑞士法郎汇率处于一个似乎相当高的水平，而每个人都不这么看，因此我看到了潜在的剧烈下降趋势。

在这之前，我已经用小规模资金做了一些快速进出的交易，这通常发生在数据公布之后。能够对数据做出最快的反应，让我引以为豪。我能够快速地阅读信息，理解它的重要性，知道如何根据信息买入和卖出美元。

接着开始进行马克/瑞士法郎交易，我挂单卖空了4000万德国马克头寸。这是一个很小的数目，因为在欧洲货币套汇交易中即使是2亿德国马克的头寸，其实也只是个小数目，而像莱特纳这样的大庄家，通常管理10亿～20亿美元的德国马克头寸。我只有微不足道毫无价值的4000万德国马克头寸，因此我的下单很快被平掉了，小赚了一点。于是，我两次卖空，由于市场定位错误，马克/瑞士法郎的汇价跌破其技术支撑线，这次汇价犹如做自由落体的石头一样暴跌，让我赚大了。短短一个月内，我就以那微不足道的头寸海赚了100万美元（见图6-1）。这是我第一次让我的头寸持仓时间超过1天，并且我喜欢在绝大多数的人都看错时做出正确交易。那时我和瑞士法郎培养了深厚感情，交易员往往都会紧盯给他们带来成功的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

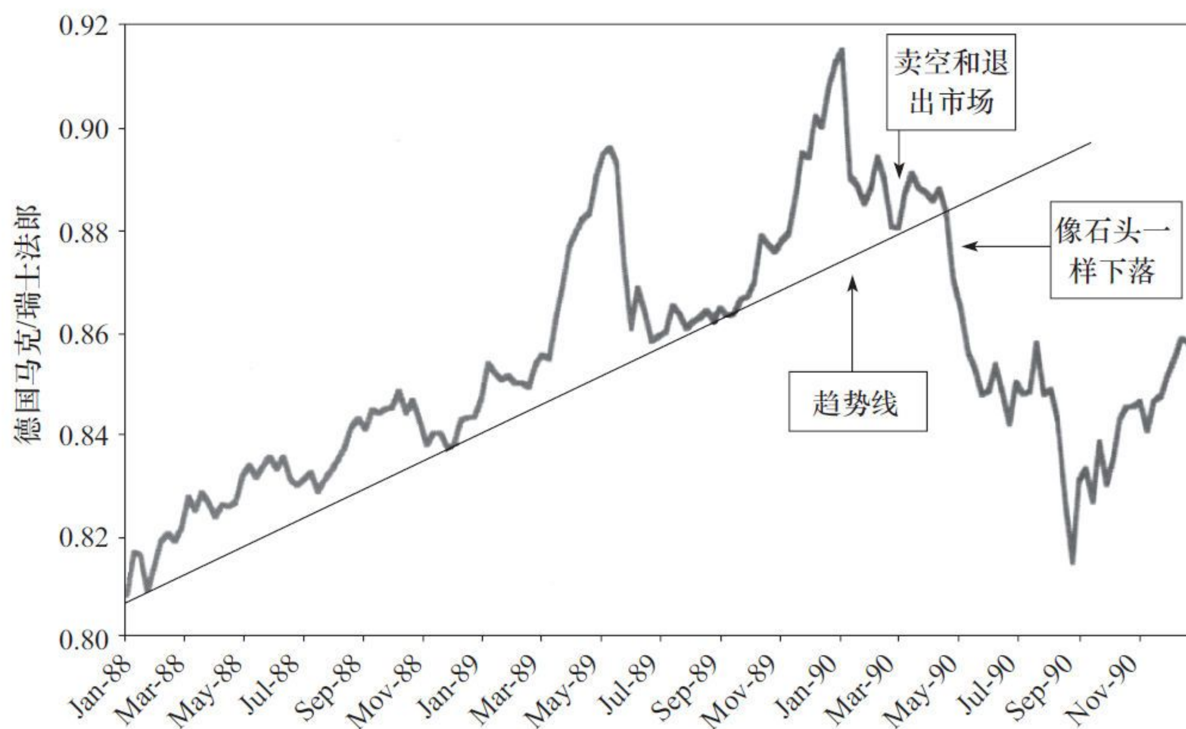


图6-1 马克/法郎（1988～1990年）

资料来源：Bloomberg.

利用基本面分析来创造一个交易点子是我的交易风格，但是应该记住：说到容易做到难，点子本身根本不值钱。交易的真正窍门在于利用点子，寻找几乎没有人观察到的好交易。如果市场都倾向相反方向，那就更好了。

听起来似乎市场定位是你建构交易过程中很重要的一环，你怎样衡量市场头寸？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个问题很难回答。我倾听和阅读，了解人们正在谈论什么，这样就可以做出判断。如果每个人都在谈论对美元行情看跌，即使我自己也对美元行情看跌，我也会停下来再想想。比如，今年，我错过了美元上涨的交易机会，正是因为当时许多人都在谈论美元潜在升值，所以难以引起我的兴趣。市场交易并不仅仅就是定位，你要考虑人们谈论内容的背后意味着什么。

当我开始考虑市场定位时，我会从长计议，思考在过去的两年或五年发生过的事情，从而了解真正出色的市场头寸是什么；而不是考虑那些短期的、过度购买或过度出售的情况。

我一直喜欢货币交易，因为货币总是在流动。一种货币正处于上升趋势，但该货币的母国却存在贸易赤字，说明市场中肯定有多头在建仓。反之，一种货币表现出下跌趋势，但该货币的母国却存在贸易盈余，也不正常。

真正好的投资机会，通常都发生在大趋势之后。当趋势发生之后，人们都倾向于市场朝一个方向发展，此时基本面上的一些事情正在发生，意味着趋势将发生改变，那正是我最看重的时机。那种事情可以是央行事件，比如，德国马克/瑞士法郎交易；也可以是经济事件，比如2000年美国股市的崩溃；也可以是纯粹由事件引发的市场枯竭。对于我来说，前两种事件与最后一种事件相比，我更容易发现并且也更容易理解。然而，有多少交易员喜欢寻找最后一种事件——市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场趋势的枯竭，我发现这很有趣。但我认为，要时常准确地判断出最后一种事件类型非常困难。

1992年欧洲汇率机制的崩溃，是我所捕捉到的一个大事件的典型例子。就像我经常捕捉到的其他大交易的情况一样，我在欧洲汇率机制崩溃大约前一年就开始关注。1985～1991年，市场上一直存在活跃的套息交易，因为欧洲汇率体制为其货币间的汇率波幅设定了固定范围。当欧洲汇率机制中的一种货币达到波幅的极限标准时，弱势货币国必须提高利率，而强势货币国应该降息。因为即期汇率没有变，所以两个币种的相对利差发生了变动。远期汇率将根据弱势货币的贬值程度进行定价，但是政策制定者并不允许这样，远期汇率将承担调整的压力。

在这样一个政策环境下，高收益货币是非常理想的购买标的。政策制定者承诺维持币种的汇率平价水平，但是市场却认为他们不可能做到。而当高收益货币达到波幅下限时，其利率还在上升，此时即便是一个傻瓜也会冲上前去购买。

这是非常好的交易，因为低收益货币国拥有低通货膨胀率和低利率，而高收益国家拥有高通货膨胀率和高利率。该政策体系本来就是设计用来挤出高收益国家的通货膨胀的。政府将维持该政策，因此这里存在明显的套利空间。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是在柏林墙倒下之后，由于要重建东部地区，德国采取了积极的财政政策。德国的通货膨胀率加剧，而德国的利率也上升了不少。这样，突然之间，像德国这样的低利率国家也开始变成高收益国家。与此同时，全球正在面临通货紧缩，美国经济疲软不振，日本的经济泡沫正在破裂，英国已经出现了房地产过度繁荣的现象，而其他几个发达国家也正处于高利率环境之中。这样一来，相对来说，高收益国的低利率以及低收益国的高利率就不得不面临压力，使得套息空间被逐渐削弱。

到1991年，套利交易的收益已经变得微乎其微，而交易的系统性风险却在累积。当投资者对于这些高收益货币进行非常高的杠杆交易时，风险/收益比已经严重错位，因此我预测该汇率体制即将解体。

套息交易中糟糕的风险/收益比，也是造成我最终离开信孚银行的一个原因。就在他们签署《马斯特里赫特条约》之前，我在1991年11月上了《国际先驱论坛报》的封面，我指出全球经济呼唤低利率，而德国马克的重新估值将可能解决该问题。信孚银行的管理层对于我向套息交易泼冷水的言论非常不满。他们那时正在进行套息交易，而且很投入，而我——作为他们远在伦敦的主要研究人员却说整个体系将会走向崩溃。该事件造成了我和管理层的关系紧张，因为我看到他们所希望投资的领域出现了困境。我不知道在离开之后发生了什么，但是我怀疑他们已遭受严重的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

马斯特里赫特峰会前的货币危机信号：交易者热购马克

星期五，外汇交易者突然开始疯狂地购买德国马克，似乎是要赶在欧洲共同体国家准备签订货币联盟条约两星期之前，并为可能出现的欧洲货币危机做准备。德国马克因为美国经济的萎靡，已经在过去的一星期里贬值，但现在德国马克不仅开始对美元升值，而且对欧洲共同体内的联结在固定波动幅度汇率系统内的其他国家货币升值。德国马克的跨境收益，来自突然之间对德国马克重新定价的投机活动，这种情况如果不是发生于这个周末，也会发生在1991年12月9日欧洲共同体国家在荷兰马斯特里赫特举行峰会期间，或者之后。分析家认为，德国马克重新定价会解决欧洲的许多问题，但是许多人仍怀疑这种情况是否会发生。“全球经济需要更低的利率，”信孚银行的安德斯·卓布尼在伦敦说，“而德国马克的重新定价会解决这个问题。”

资料来源：国际论坛先驱报，1991年11月23日，作者卡尔·戈维茨。

20世纪90年代初期，全球宏观市场给我印象最深的就是杠杆率上升，而风险/收益比率变得越来越缺乏吸引力。那时的情形似乎与现在类似，你怎么看？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确实存在相似之处，但是我没有发现两者有关联。现在的资产问题，是因为低利率和系统中的流动性导致资产估价过高。这是一个众所周知的问题，人们都在谈论这事。但在1991年和1992年，事实上人们都在坚持自己的观点而不去考虑这些交易中存在的问题。如果现在回过头客观分析1992年年初的欧洲机制交易，持有高收益货币多头的交易情况非常糟糕。这就是我看到的一切。套息交易的风险/收益比率也在恶化，那就是当时的状况。他们希望留在那里，并且认定这是一个好交易，因为它以前确实是好交易，而且人们相信政府不会改变政策。政府也不希望改变政策，但是正是那些事件造成的基本的宏观经济压力强迫政府改变了政策。政府的政策导致通货紧缩，因此他们别无出路，只有重新对马克定价。

而现在的情形却不一样。情况变得更诡异了，因为人们已经意识到资产价格似乎过高。现在人们脑海里有更多均值回归的观念，所以我认为现时情况与20世纪90年代初期不一样。

我对于现在情况的判断有些举棋不定，因为在欧洲汇率机制期间，资产收益非常低，缺乏吸引力。然而，当我尝试预测做空时机时（我一直都在这样做），却总是发现情况令人吃惊的稳定。有时，你必须坐下，然后等待事情的发生。这也许就是这样一个事件，但我很难做到静心等待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的主要判断就是当前的形势继续下去会更糟糕。如果存在充分完全的均值回归，利率最终会上升到使资产受到冲击的水平，我们会面临通货紧缩。再或者是资产价格自身上涨继而破裂。摆脱这种困境的唯一方法，就是根据通货膨胀水平对资产进行重新定价，但是这似乎很难做到。如果幸运的话，可以勉强渡过难关，实现长期的低通货膨胀、资产价格稳定以及良好的经济增长速度，但是在这个过程中，世界经济将会变得非常脆弱且不堪一击。这种美好愿景以前从未实现过，但是也许这次情况有所不同。

如今，悲观者实际上是乐观者。悲观者认为住宅价格会出现崩溃。想一下这个问题，事实上并没有那么悲观。因为在没有出现利率上升的情况下资产泡沫破裂了，那么利率就可以保持在低水平，这将提供缓冲。因此，有趣的是，乐观反而可能会产生最坏的结果。利率有可能上升到过高的水平，而这会导致资产的价格出现暴跌，并且最终，世界经济也会崩溃。

我是不是在危言耸听呢？也许是。那种情况会使得现在的全球宏观交易非常难做。因此对观点、意见、偏好和真正的交易进行区分至关重要。如果你的观点有一点混乱，那么你会希望停止该交易。而只有当你遇到良好的风险/收益比率时，并且认为能清楚地理解该过程，你才会希望进行交易。如果希望分析师告诉你他们什么时候对某事充满信心或没有信心，那是一个错误，你会发现他们在这方面的预测非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常糟糕。因为，有时事情会变得清晰透彻；但有时，事情隐晦不清。因此，记住这种区别非常重要。

你认为全球宏观市场交易在20世纪80年代和90年代比现在更容易吗？

不，我认为会很困难。

我发现人们通常在陷入困境的时候会取得成功，因为在金融市场上，人们保持着乐观天性，认为每件事都会顺心称意。这部分源于自利的乐观。我没有这种倾向。我能拿得起，放得下，因此当遇到困难和麻烦时，我发现这正是我取得最大成功的时刻。对于我来说，1990～1993年（我在那时看到问题的发展）与2000～2003年的市场非常类似，在后一段时间，我也看到了存在的问题并且能够理解它。过去的市场交易与现在相比，没有更容易也不会更难。眼下的情况反而更困难一些，因为我们似乎正处于风暴中心，然而对于我来说，情况一直如此。

你认为5年或10年之后，世界将会变成什么样子？

我真的不知道，其实这样也挺好的，因为我可以自由地倾听新消息并且真正听到信息。对未来我存有“偏见”，我认为会出现通货紧

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

缩，如果是这样的话，情况将很糟糕，但是我逐渐认识到情况也许不会这么严重，部分是因为我发现许多人也有这样的“偏见”。因此，我真的不知道我们会往哪里走，但我发现不知道反而可以更自由。

你在市场上进行交易的时间期限是多久？你会观察多久以后的事？

我根本不会考虑时间期限，我会思考潜在的波动。有时事情发生得特别快，而有时事情的进展则显得缓慢。我考虑市场压力而不是时间期限，只是在进行套息交易时才考虑时间期限，因为远期交易是基于时间来定价的，时间长短将会影响该交易的风险/收益比。

是什么驱动市场？是投机者、政府、中央银行还是经济学？

确定无疑的是，投机者不会驱动市场。那些认为在1992年投机者打败英格兰银行的观点是极其荒谬的。英镑脱离欧洲汇率机制会不可避免地崩溃，这是因为他们当时想竭力维持10%的利率水平而经济实际只需要5%的利率水平。那样做将是不可持续的。

经济学中关于投资者是市场偏离的“缓冲器”还是“放大器”的争论，是一个没有确定答案的老话题。永远的乐观主义者——米尔顿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 费里德曼认为，如果人们发现了异常现象，人们就会从中逐利，从而限制了异常现象走得更远。我认为在不同的时刻，“缓冲器”和“放大器”都可能是对的。有时，投机者会增加市场的波动性，而有时他们却能减弱市场波动。最重要的一点是，投机者不会改变市场总体趋势。与投机相比，政治决策所蕴含的内在压力才会真正地驱动市场变化。

哪次市场大事件对你的冲击最大？

每次事件都有所不同，但是我认为至今余波未了的应该是发生在1992年的那次事件。我总是喜欢重提欧洲汇率机制和它的崩溃，因为我提前看到了它要崩溃的迹象。我依然记得在崩溃之前和崩溃发生时的那段悲伤沮丧的日子里，我一直所想的事情。我从中吸取了重要且宝贵的经验教训——从来都不能低估波动的程度。当英镑崩溃时，有谁会预想到它对美元的汇率能直接从2一路下滑到1.5呢？有谁预测到汇率能走到那样的水平？可市场会告诉你，英镑汇率就是那样在一直下跌、下跌、再下跌（见图6-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

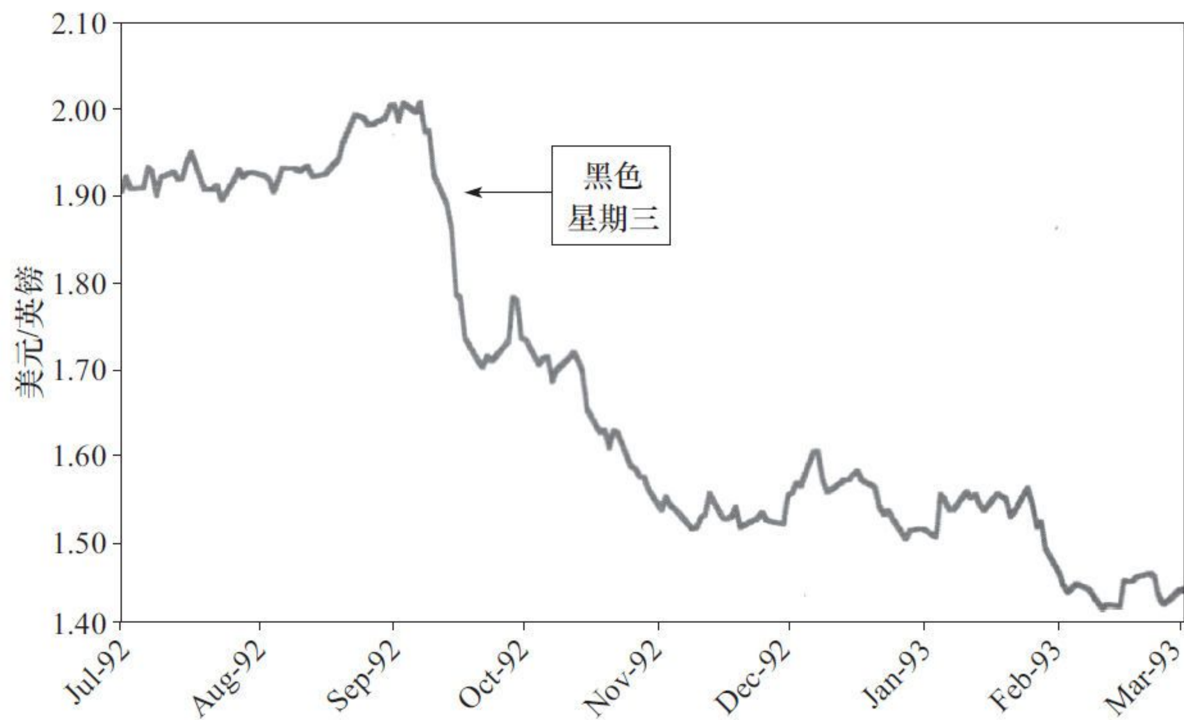


图6-2　英镑兑美元汇率（1992～1993年）

资料来源：Bloomberg.

你为什么热爱市场？是什么使你对市场如此感兴趣？

通过发现一个好的交易来找到实现自己观点的好途径，这是一件充满挑战性的工作，没有比灵活迅速、出色巧妙地捕捉到市场变化的契机更让人兴奋了。但是，也很少有比市场混乱不清且让你无法控制最痛苦难熬。

市场真正吸引我的另一个原因是，我是一个控制狂。我喜欢控制我周围的环境，而市场是一个真正有挑战的对手，因为你不可能完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

控制市场。当我理解它时，我感到充满力量；而当我不能理解它时，我又非常失落。

但是作为一位控制狂，为何你会对变化的事情充满兴趣呢？

当你理解了这个过程后，整个失控的过程在很大程度上就被控制了。因为作为一个控制狂，你总是向前看、提前预测将要出现的麻烦情况，而这正是你在市场上必须做的事情，也就是尽力做到有前瞻性。太多的市场评论、市场分析以及市场交易，都是建立在过去发生的事情的基础上。“如果收益曲线平坦，那么它表示目前处于衰退期”，或“如果收益曲线陡峭，那么它传达的意思是市场将会复苏”。事实上，那些历史案例的价值是微不足道的。因此，一个控制狂总是努力做到具有前瞻性。

你认为一个优秀的分析师与一个优秀的交易员，区别在哪里？

优秀的交易员知道如何积极地管理风险和头寸，而一个优秀的分析师应该找到交易机会，或者寻找交易中易犯的错误。他们之间最大的差别在于他们的“胃口”。我所知道的优秀的交易员能够管理大规模头寸，而那正是他们的优秀之处。他们还必须十分聪明、积极进

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

取，并且要有远见。能够管理大规模头寸是一个非常宝贵的才能，而这也是为什么优秀的交易员不多的原因。

我的才能在于发现交易，而不是管理它们，因此我以前只管理小规模的头寸，这使得我更诚实了。如果你持有头寸但是懒惰怠慢，那么市场会让你遭受痛苦煎熬。市场会强迫你预测，并且要你不时地回头看看。拥有一个交易账户迫使我不断去预想市场的下一步，我总是以自己的基本洞察力来获得对市场的看法。随着时间推移，我逐渐意识到我的强项在于发现好的交易，而我的致命弱点在于管理交易，我不喜欢管理交易。我是一个非常厌恶风险的人，因此当一个交易处于盈利状态时，我会立即想到某个时刻我会失去一切。我最好是继续前进，寻找下一个交易，而实际管理风险的艰巨工作，还是让那些明星基金经理们去做吧。

在离开信孚银行之后，你去哪里工作了？

1992年夏天，我追随信孚银行其他职员的足迹，去瑞士信贷第一波士顿银行工作。那时，艾伦·维特（Alan Wheat）在那里管事，他聘请马可·霍蒂姆斯基（Marc Hotimsky）去开创公司的外汇交易业务，并邀请我加盟。我是公司的战略分析师，同时也是对冲基金的合伙人。我刚开始只做小额交易，逐渐磨炼出了自己的交易风格。当时是1992年和1993年，市场行情发展特别快，而我也顺其自然地跟随着

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场的步伐。因为那时是进行全球宏观交易的大好时机，财富滚滚流入我的口袋。

但是，我刚开始时并没有搭上这趟财富快车。1992年8月，我在瑞士信贷第一波士顿银行做的第一笔交易是做多芬兰马克。这是一个灾难性的交易。1990年芬兰马克已经贬值了，因此我对自己说：“芬兰马克1990年已经贬值了，而其他货币没有贬值。”我想，我们应该做多芬兰马克而做空瑞典克朗。在1992年9月的第一个星期，芬兰马克再次贬值，结果我们赔得很惨（见图6-3）。霍蒂姆斯基站在我旁边，表现出很失望。我想他当时简直就想把我踢出交易大厅。

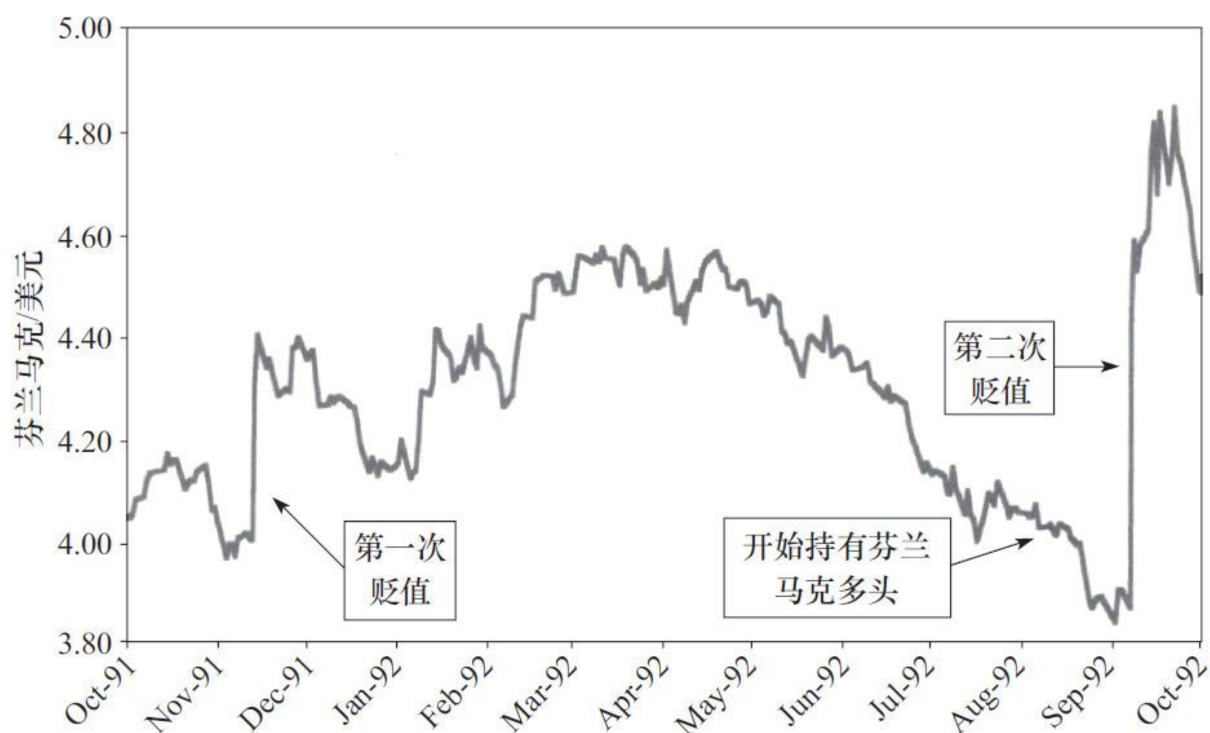


图6-3　芬兰马克（1991～1992年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料来源：Bloomberg.

因此我的第一笔交易亏损严重，但是事情很快出现了转机，我们很快翻了身。如果芬兰马克再次贬值，那么其他人只好放弃，该系统也就不能再维持了。由于我得到了关于欧洲汇率机制的相关信息，我们又开始积极地做空西班牙比塞塔、英镑以及瑞典克朗。

我发现使欧洲汇率机制能团结在一起的套息交易，涉及了许多日本资金流入，在20世纪80年代后期，日本资金已经大举进入欧洲，因此当欧洲汇率机制崩溃时，日本本土的泡沫也破裂了。我预测日本的资金会反向运作，即撤回本土。因此当时我看到另外一个交易机会是做空欧洲货币，做多日元，后来证实这个交易获利颇丰。每个人都以为日经指数崩溃必然会导致日元贬值，然而情况正相反（见图6-4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

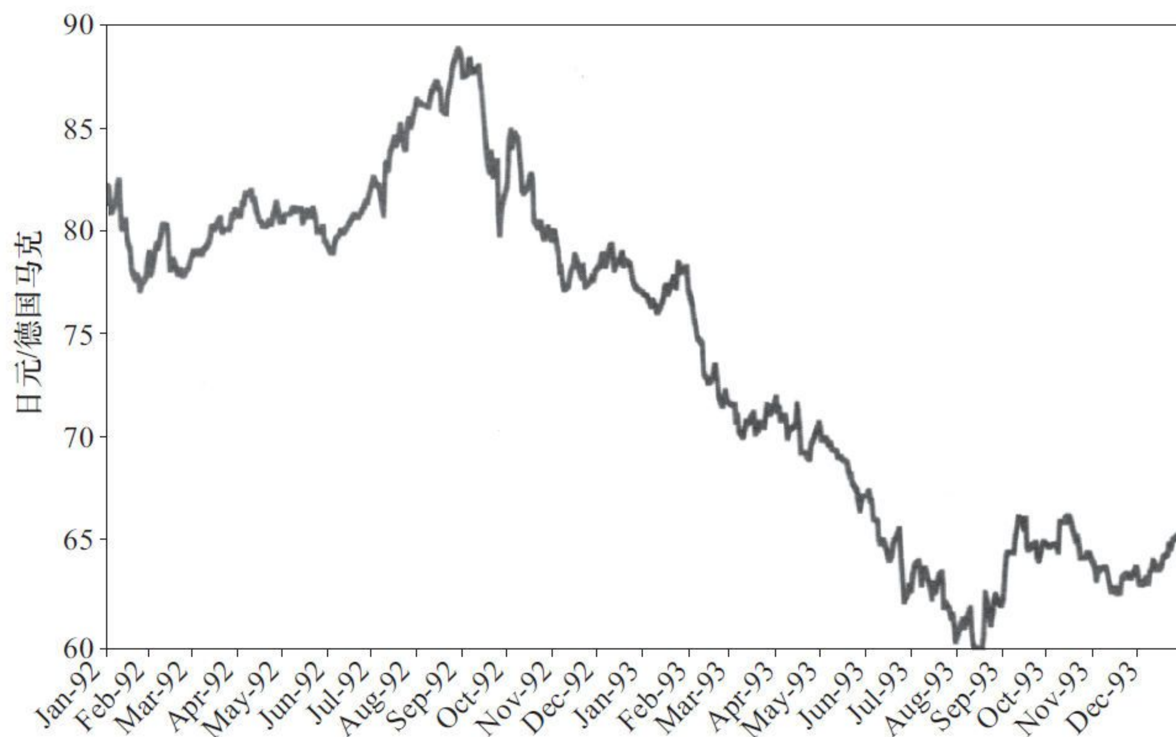


图6-4　欧洲货币对日元（1992～1993年）

资料来源：Bloomberg.

由此可见，我在瑞士信贷第一波士顿银行开始时的经历，是十分糟糕的。但是，市场是一个庞大的体系，充满了神奇色彩。我们在1992年9月的头一个星期遭受了惨重的损失，但是在余下的日子里，赚取了5～6倍的收益，而进入1993年我们又赚到了大钱。1993年大赚的部分原因是我们处于市场进程的顶峰，并且明确地知道去哪里寻找好交易。

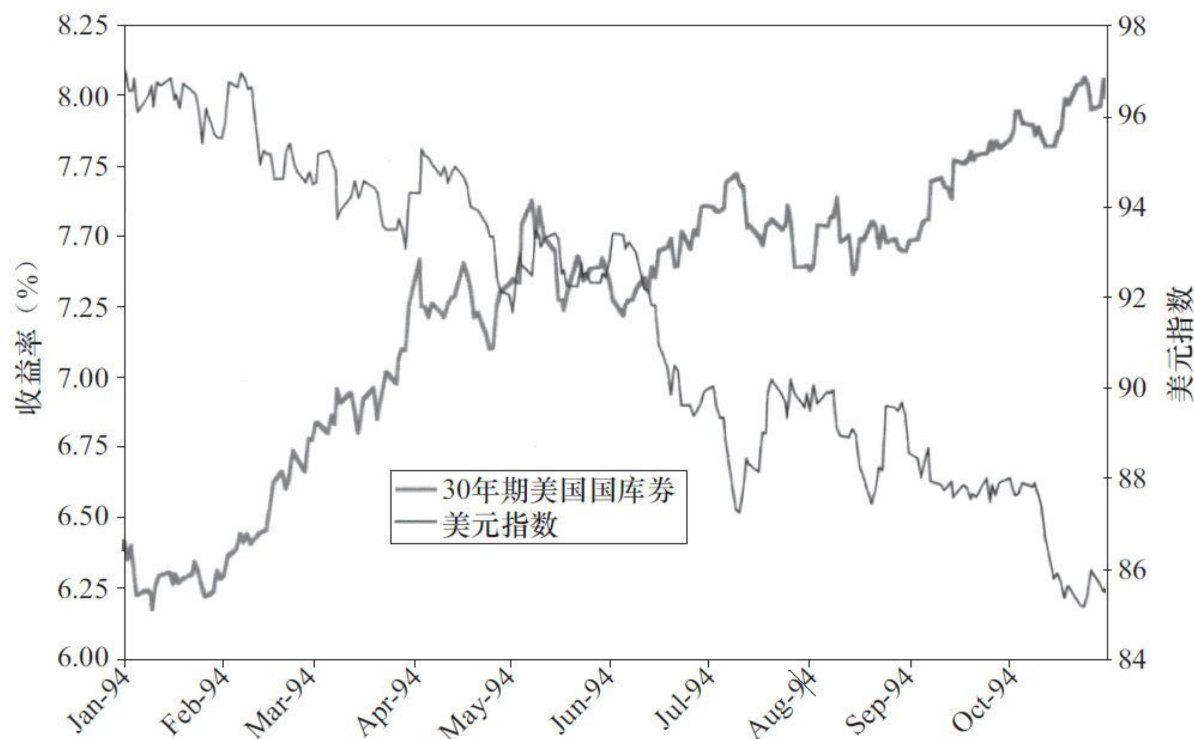
接着到了1994年，对于我来说这是倒霉的一年。美国经济开始复苏，并且美联储开始加息。因为加息，我采取的对策是持有美元多头

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而做空债券。我记得马可·霍蒂姆斯基在1994年一直提醒我说我的交易并不赚钱。我捕捉到了债券市场的做空机会，但不幸的是，美元也被做空了，做空债券的盈利全都用于弥补美元多头的亏损了（见图6-5）。

你在瑞士信贷第一波士顿银行怎样处理自营风险？

交易面临的难处在于需要技能多样化的交易员进行交易，而现在的对冲基金母基金尤其如此。我们会安排在右边坐着一个人进行gamma交易，寻找大的波动；而在左边坐着一个人进行套息交易。赚取固定收入；在中间有一个人利用期权策略进行交易；我们还有一个总账户，由霍蒂姆斯基和对冲基金来控制。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图6-5　美国30年期国库券和美元指数（1994年）

资料来源：Bloomberg.

然后，我们利用我们的自营交易员作为风向标或者信息源。不存在真正独一无二的观点，所有观点都是类似的，因此对于我来说，我的诀窍就在于能够从某领域吸收一个观点，然后将其应用于另一个领域。

如果你有非常聪明的自营交易员，那么通过了解他们的交易风格以及观察某一时刻市场中谁是获利者，你就可以在某种程度上知道市场的状况了。我扮演的角色就是点子创造者、催化剂和信息分享者，以确保大家都能保持工作状态。我特别擅长过滤信息，因为我善于区分“哪些信息重要、哪些不重要”，所以能够了解我们的交易员在做什么，为我们的总账户和内部对冲基金提供好的交易点子。

你在瑞士信贷第一波士顿银行工作的最后日子里过得怎么样？

我感到疲惫不堪。外汇交易业务范围扩展了，包括新兴市场业务，但是我不怎么喜欢旅行，尤其是去新兴市场。我发现我自己需要改变一下生活方式。于是银行告诉我：“好的，停止做策略分析工作，你就自己管理一个账户吧。”我就这样做了。我聘请了一个交易

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员，但是却没有获得太大的成功。对于我来说，总是管理一个头寸是件痛苦的事。

我在33岁的时候，就进入这个行当了。我在很短的时间内就已经做得相当成功了，赚到了我从未想过的巨额财富。但是，我已经厌倦了银行工作，我不喜欢西装革履的生活。我尝试了只做自营交易，不过老实说，业绩真得不怎么好。因此我们制定了一个悄无声息地离开这家银行的退出策略。我进入了衰退期，我认为自己从此将永远离开市场，但是10年之后，我又能重新踏入了市场。

你为什么会创立全球宏观业务通信？

我感觉枯燥无味，我原以为再次回到学生生活将会非常有趣。我搬到加利福尼亚州的海滩，闲混日子打发时间，上课、做志愿者工作，但是我最终还是厌倦了。我开始再次观察市场，接触一些老朋友，然后问他们：“如果我开始写些业务通信稿怎么样？”他们喜欢这个创意，于是我开始写通信，而业务从这里开始拓展。业务通信逐渐演变成了聪明人士之间的集体讨论的话题。而这部分归因于我自己有和基金经理互动的需要。

你认为，现在对冲基金经理们没有交易大厅这样的工作环境，工作会受影响吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因人而异。不少人为自己工作，非常认真细致地管理他们的投资。因此那些人即使在夏威夷的海滩工作，同样也能成功。其他一些交易员需要在混杂的环境中工作，因为他们需要不断地了解周围正在发生的一切，我属于这一类人。但是现在可以获取的信息及其渠道极其充足，因此不必自己亲自待在交易大厅。

当我还在信孚银行工作时，我是对市场进行每日记录的第一人。那时还不存在每日交易记录，但是我已经开始写欧洲早评，也就是对出现的事件所做的思考。现在，你可以获得50份每日评论，因此充分便捷的信息流使你不必再去交易大厅获取信息。我现在所需要的以及我认为别人需要的，是与其他交易员进行对话。

现在，许多人都开始创立他们自己的公司，他们这样做有非常充分的理由。创立自己的公司存在的问题，是你可能会变得有点孤立。即便每天早上可以得到“50页资料”，回顾一下发生了什么以及了解别人的观点或偏爱，但还是缺乏与其他管理资金的聪明交易员进行互动的机会与能力。

你之前说过“空谈无益”，人们认为写业务通信是做纸上交易或者是空谈，你怎么认为？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实是即便当我从一线引退后，也在做交易，因为我需要管理自己的私人投资组合。然后，接下来这就变成了一个诚信问题。在我的业务通信里，我会把我的交易与对市场的看法都公布出来，告诉人们我个人怎样看待市场未来的走向和我的理由。而交易是试图去找出具有非常好的收益/风险比的交易机会，它可能与我的个人观点并不一致。

一种是随意点评，另外一种是根据我的观点从市场中汲取价值的方法。这样能给人们提供思维的全景，而且也能使自己时刻关注交易。这是过去让我获得收益方法，希望以后能继续增加价值。通过帮助人们学会像交易员那样思考，人们能够取得成功。当我能成功地那样做时，我就想为人们在市场中导航，帮助他们赚钱。

这也是当我认为自己不理解市场时，我会保持沉默不语的原因。因为当你不理解市场却假装理解是没意义的，你没有必要在那时进行交易或者写业务通信。就像交易员一样，我也会经历市场冷热时期。真正好的交易，就是你知道自己何时处于市场繁荣期，然后进行杠杆交易。而当你处于市场萧条期时，就要及时地降低头寸规模。此时我也会减少发表对市场的看法。这个过程，非常类似于我在瑞士信贷第一波士顿银行工作时的情景。

你怎样进行研究工作？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我阅读许多书刊。我阅读《金融时报》《经济学人》，查阅有分量的文献资料，偶尔也读学术文章和第三方研究报告。我也会阅读许多银行研究报告，因为那给我提供了一个参考标准，让我了解别人怎样思考市场，了解现实情况，并且可以知道别人在说什么。

我自己的研究方法是，先是自己做大量的阅读，接着观察市场价格，观察市场在做什么以及人们在谈论什么。然后，我会努力检查遗漏了什么或者误读了什么事情。市场既可能因为观察错误的变量而出错，也可能真得会遗漏什么事情。当人们对美元情有独钟时，可能会遗漏掉日元市场上存在的机会。从那些点点滴滴的信号出发，我就可以拼凑出来一个交易观点。

当我在瑞士信贷工作时，我所做的工作中有一件事就是面试应聘者。面试时，有必要问他们一些独一无二的问题，以便能够了解他们，了解他们怎么思考，从而测试他们是不是符合要求。我问过每个人的问题是：“如果你今天必须做一笔使自己变富裕的买卖，你会做什么交易？”这是一个富有挑战性的问题，通过对这个问题的回答，可以表露一个人的很多特征。我至今仍记得我所听到的最优秀的答案。我们雇用了此人，而他最后确实也取得了巨大的成功。

因此“最喜欢的交易”这个点子来源于此。如果你把与交易有关的每样东西点点滴滴地收集起来，那么它就将真正有助于让你显得与众不同，有助于你了解某些人和事，它有助于你知道他们是否想干大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事。如果一个人最喜欢的交易具有赚取2%收益的可能，那么你就知道这个人永远不可能成为一个大玩家。如果一个人能够赚取20%～30%，那么你至少知道你想招的人可能有点希望了。“最喜欢的交易”这个概念，抓住了应聘者思维过程的大体轮廓，并且你也可以知道那个人的特定信息。

在一个对冲基金中，无论是自营交易员，或者甚至是推销对冲基金的营销人员，你要寻找的对象，最终应该是那种能看透市场大趋势的人。这就是为什么“最喜欢的交易”这个概念是如此有效和神奇，它可以快速地帮你判断一个人对市场的感觉如何。

眼下你最喜欢的交易什么？

从短期来讲，我喜欢债券。我的风险偏好是中性的，因此我既可以持有多头，也可以持有空头。现在，我认为金融体系中存在如此多的流动性，以至于利率将不得不提高以吸收多余的流动性。如果发生这种情况，那么资产价值将面临挑战。这就是我所说的通往通货紧缩之路。

从更长远来讲，市场将会出现和我之前介绍过的2004年10月相同的情况，也就是做空日元做多其他亚洲货币的交易。这是一个不太刺激的交易，因为这是一个套利交易，收效时间较长，但是它已经开始产生效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的建议是这样的：回顾一下2004年10～11月，相对其他亚洲货币，是日元表现最强劲的时候，类似于它在1995年日元升值期间达到的水平以及在1997年非日元亚洲货币崩溃期间的水平。1997年其他亚洲国家的货币严重贬值，事实上，从那以后再也没有真正恢复。然而，现在日本利率还处于零利率水平，该区域其他国家的利率却一直在上升。可是，日元的远期价格相对其他亚洲货币还是在强势上升，尽管这些国家已经加强了利率保护，巩固了经常项目的平衡，这些货币仍非常便宜。当日本经济开始复苏时，日元本应该会一路涨上去，直到它们开始提高利率。但其他的亚洲国家却提前行动，这引起了一个十分异常的现象出现，为此我留下了深刻印象。在那种价格水平上，正适合进行卖空日元而做多其他亚洲货币的交易。当世界还在谈论强势日元的时候，我是率先开始提出做空日元的，这次同样会押中。

自从你开始写业务通信时起，你最好的交易是什么？

早在2002年4月，在我们的第一次客户会议上我谈到了我们最好的交易——做多欧元、做空美元。该交易的魅力之处不在于我的观点，因为我之前已经就有这个观点，但是出了错。该交易的魅力在于时机选择。当2001年股票市场崩溃、美联储大幅削减利率时，我原以为美元会崩溃，但事实是美元很坚挺。在2002年年初，我写了另外一封信

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

给《金融时报》的编辑。那封信刊登了，内容是解释我和其他人为什么在美元交易上出错。

我提出了问题：“为什么是现在？为什么美元最终会贬值？”该推理过程十分清楚明了。我的假说是，在2001年的衰退期间，美元令人吃惊的坚挺。因为美国公司利润的剧烈下降造成了现金减少，结果它们被迫从国外撤回资金救急。然而，在2002年年初，市场上盛传美国公司的资金过于充足，而这被当成有助于支撑复苏的一个因素。我并不买它的账！恰恰相反，我却认为美国公司不再有必要从国外抽回资金，因此美元将会自由贬值。我捕捉到了美元大波动，那真是一次把握时机的绝佳机会（见图6-6）。

你是否总是对美元行情看跌？

对，我倾向看跌美元，因为这是一个趋势。自从20世纪70年代初期布雷顿森林体系解体之后，美元就一直贬值。这是一个有充足理由支持的明确趋势。在此期间，美国的经济经历了通货膨胀。这既可以从美国的真实通货膨胀率看出，也可以从现在的经常性账户赤字中得到证实。经常性账户赤字是商品需求过剩而本国产出不足的一个迹象（见图6-7）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

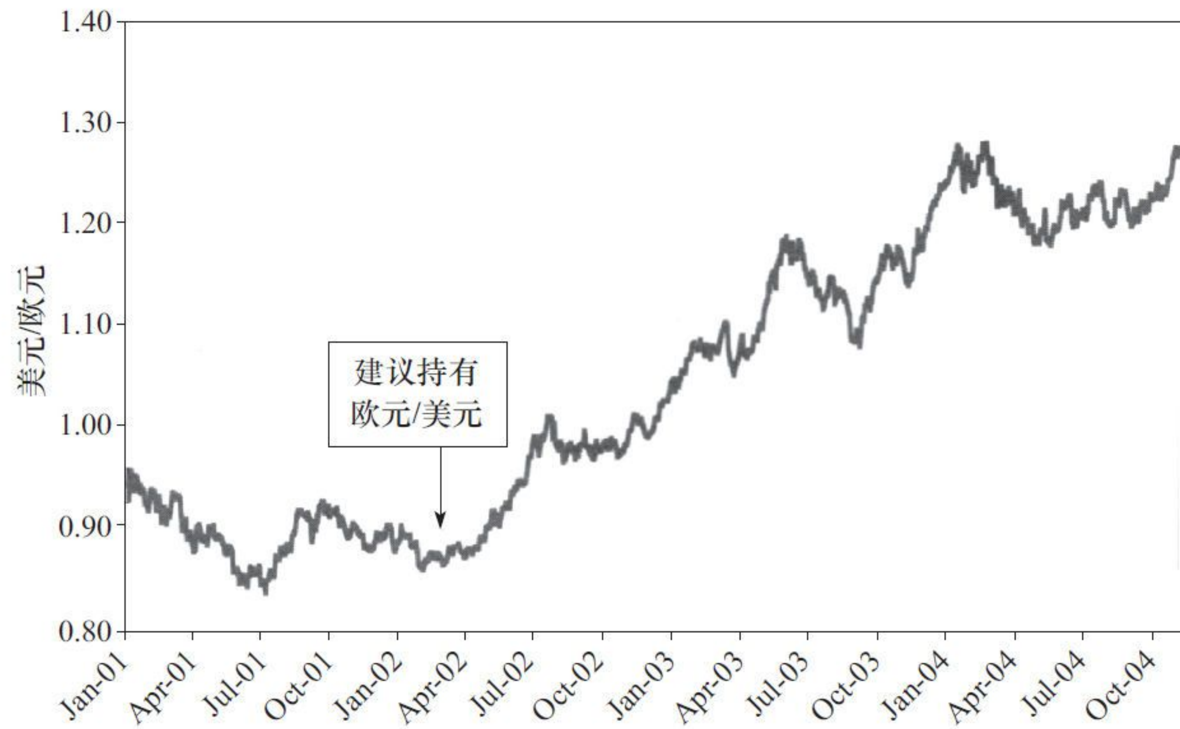


图6-6　欧元（2001～2004年）

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

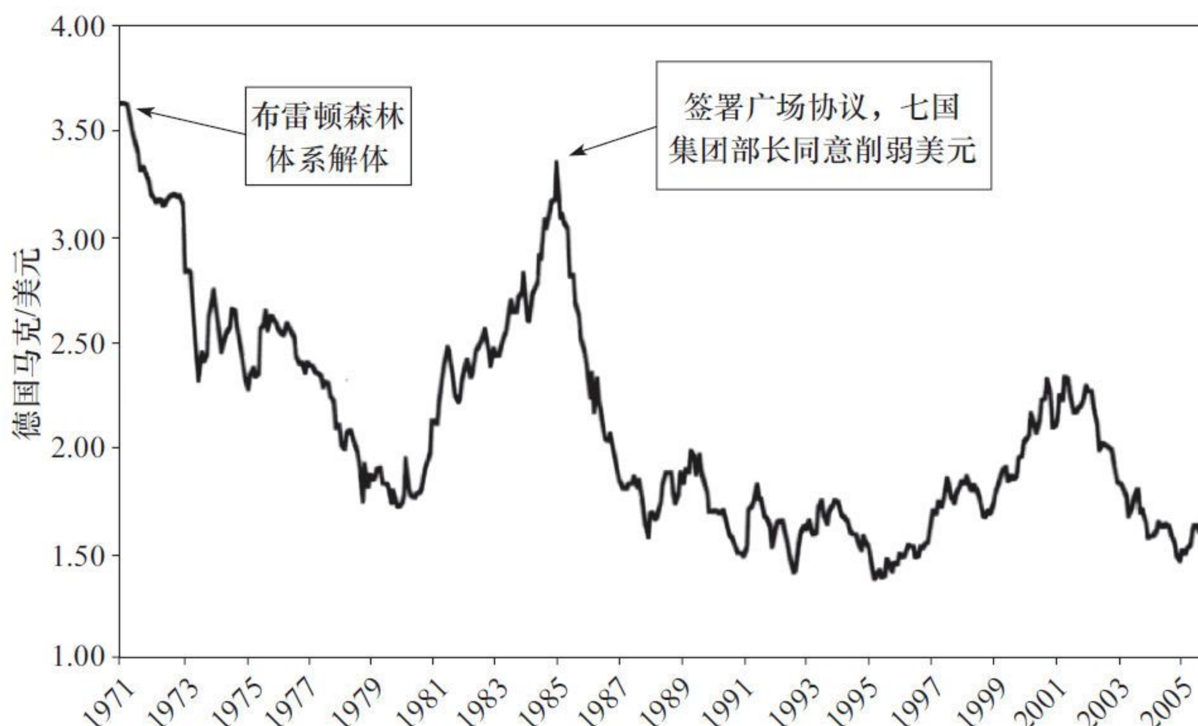


图6-7　美元和德国马克（1971～2005年）

资料来源：Bloomberg.

所以你说对了，我通常对美元行情看跌。但是当我希望做一些相反的事情的时候，我也会改变我的偏好，这就是我在2004年保持立场中立时所做的事。那时，每一个人对美元行情都看跌，都在卖空美元，而我却想买入美元。我便转向中间立场，以便可以根据市场行情自由交易。因此，尽管美元是行情看跌的大趋势，我也很难相信自己会转变看法，但是如果我转向中间立场，我也会偶尔买入美元。

对美元行情看涨的唯一理由是，如果美国的利率水平变得非常之高，那么即可以吸引资金流入，也会抑制消费支出，这样也会抑制商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品的过度需求。但是，考虑美国的利率水平是如此之低，因此，如果你认为这种情况会发生，那么出售债券是比做多美元更胜一筹的选择。

更具体地说，我对偏好和交易的处理方法是，如果我转向中立立场，那么我就可以购买资产或者出售资产。但是如果我有偏好，那么要么不做交易，要么持有一个与偏好相一致的头寸。正是有了交易规则，我才得以深入地思考隐藏在交易背后的观点。同时，这也是避免遭受市场打击的一种方式。

回到关于“最喜欢的交易”的话题，我最喜欢的交易并不是在证券、外汇、期货市场上出现，但是它是一个典型的全球宏观交易。1993年，我以极低的价格购买了位于伦敦泰晤士河边上的带阁楼的别墅，那时是英国房地产市场的最低谷时期。随后，英国政府开始出台支持地产繁荣的相关政策，英国地产的市场行情也就开始启动了。那时，英国开始大幅降息，英镑也开始贬值，一切都乱套了。

然而，那对我来说是个极佳的机会，不久后我就卖掉了那幢别墅。我在1998年以相当于7折的价格卖掉了它，相对于1.5折买入价来说，赚了一大笔，但我也留了一些钱给别人去赚。如果我现在才卖它的话，我可以卖出大约相当于1.5～2倍的好价格。唉，事情往往就是这样！我比较善于发现一个好的交易，但总不善于把它卖到最高点。这就是我的交易风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你为什么在挑选市场拐点以及发现市场异常方面做得很成功？

首先，我是一个天生的反向交易者。因此，如果整个世界都倾向于左边，那么我就会思考什么事情会驱使它走向右边。其次，因为绝大多数的市场趋势都会因经济的真实原因而发生改变，因此，如果你紧密关注基本的经济形势，就可能捕捉到市场的变化，并且发现促使趋势出现转机的催化剂。

另外，绝大多数分析师把时间用在描述和定义市场中的均衡现象。而我却相反，我更喜欢观察导致市场均衡发生变化的事情——一些诱使环境发生转变的事情。当我们从一种均衡状态转向另外一种均衡状态时，通常这是发生最大波动的时候。

就投资组合的建构而言，你会选择哪种全球宏观交易风格？第一种是每年有三四个好的交易，你希望其中两三个取得成功；另外一种是管理由许多相同权重的头寸构成的多样化投资组合。

我选择前一种风格。我坚信真正有趣的方式，就是捕捉到那些20%～30%的事件，可惜的是，这样的机会太少了。从实际出发，你有必要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了维持生计而赚取收益。因此，你应该进行一些套息交易。80%的资金不应该那样频繁波动，应该投资于套利交易或者那些能带来不菲收入的更低风险的交易。然后剩下20%的资金，再去投资于那些20%～30%的投资机会，获取高收益，这是人们应该集中精力的地方。对于我来说，全球宏观交易就是发现这些高收益的交易。

当出现这种投资机会时，你认为去那些国家实地考察重要吗？

恰恰相反。我经常发现本国人往往对自己本国的经济产生误解。我发现我从远处观察基本面可以获得更好的视角。那意味着我会遗漏一些可以从现场看到的事情——如果一个国家经济开始复苏，那么你可以首先在大街上看到它的迹象。但是我的方法是相当理论性的，而我也更喜欢保持距离去进行分析。类似地，当我希望对债券市场进行投资时，我通常会询问做股票交易的人怎么想。如果一个人太接近某一个环境，他会带有情绪化的东西，因此，我还是情愿从远处进行观察。

你怎样定义全球宏观策略交易？

全球宏观策略交易就是根据经济因素、政治因素和社会因素，也就是所谓的推动市场价格变化的“基本因素”进行交易。你也可以通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过它的相反面来进行定义。当然观察一家公司是不够的，虽然某公司可能影响全球宏观交易或者可能反映全球宏观交易，但是它不是我们的目标。观察个别的股票也是不够的，究其本质而言，和股票市场指数是有关的。同样，全球宏观策略交易也不是技术型交易。你可以利用技术分析作为设定赌注的补充或辅助工具，但是有许多系统型交易员在那里，我不会把他们当成全球宏观策略交易的一部分。

你怎样区分全球宏观策略交易和相对价值型交易？

全球宏观策略交易和相对价值型交易存在交集。以全球宏观角度来看，我喜欢的相对价值型交易是持有长期英国金边债券对美国长期国库券的多头。该交易之所以吸引人的原因，是从周期性来看，英国经济已经在衰落，而美国的经济却出奇地稳健。更重要的是，从长期来看，英国已经从一个高通货膨胀的国家变为一个通货膨胀率非常低的国家。英国的通货膨胀率相当低（见图6-8）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

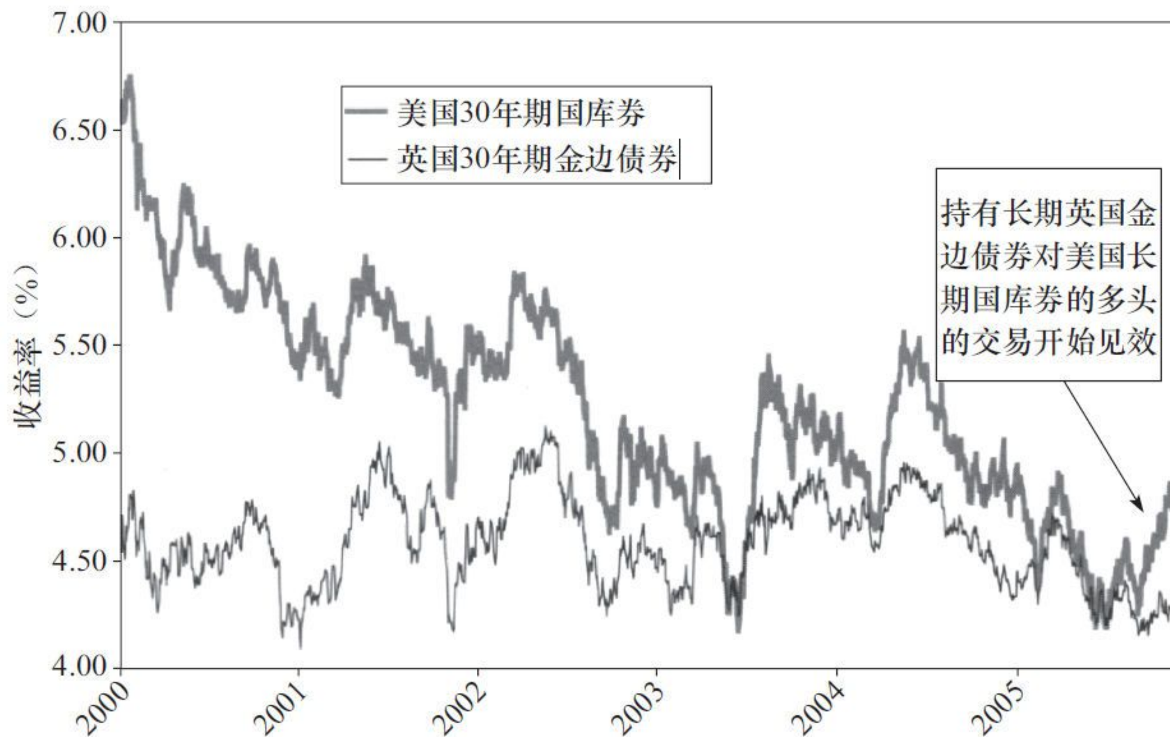


图6-8　美国30年期国库券和英国30年期金边债券（2000～2005年）

资料来源：Bloomberg.

美元作为世界储备货币的地位正在衰落。当英镑曾经处于这种状况的时候，市场存在着周期性的货币危机以及通货膨胀率上扬的趋势，跟其他国家的利率水平相比，那时英国的利率也相对上升。

因此，持有长期英国金边债券对美国长期国库券多头的交易，是一个属于全球宏观范畴的相对价值型交易。虽然还存在许多其他相对价值型交易，但那些也许只是出于价格原因而进行的交易。这种债券的价格与其他同类债券相比，要高3个基点。依我看来，这还不是全球宏观策略交易。因此它们存在着交集。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我喜欢在全球宏观范畴下进行相对价值型交易，因为经验告诉我在交易中我可能会犯很大的错误。管理自己的交易账户有着严格的规范。我通常喜欢做价差交易、相对价值型交易或对冲交易，一些人认为这是优柔寡断的保守表现。我之所以喜欢这些交易的原因，是我承认自己有可能出错。我喜欢做的是观察会发生什么，或者观察如果我出错了应该怎样补救？这种思维过程，通常把我引向相对价值型交易。伟大的交易员即便是在他们出错的时候也能赚到一点钱，而在他们交易正确的时候赚得更多。

自从你从事全球宏观策略交易以来，这个领域发生了哪些变化？

全球宏观策略交易发生了一些明显的变化。首先是投资工具发生了改变。比如，我们过去投资于欧洲各个国家的货币，而现在已经不那样做了。其次，人们已经变得更专业化，因此不像15年以前——那时只存在为数不多的全球宏观交易的大师级人物，而现在的交易员已经变得更专业化——既有货币交易专家，也有相对价值型专家、债券专家、期权专家。与其他事情相比，全球宏观策略交易的变化是突飞猛进的，因为现在有更多的人从事全球宏观策略交易，而从某种意义上来说这促进了投资的专业化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你认为全球策略的投资资金的增加和全球宏观策略交易人数的增加，会使获取高收益变得更难吗？

投资市场的资金数量的增加，一般而言意味着收益递减规律将发生作用。如果你让一些较差的交易者进入该交易系统，就会导致市场出现真正优秀的人与其他人之间的分野。而要区分出不适合从事这种交易的人与合适的人，就会变得困难。真正优秀的人能够坚持到底，而这也是为什么不同的对冲基金会收取不同的管理费用的原因。你现在可以看到一些超级明星对冲基金经理可以收取3%或4%的管理费用，还能收取高比例的利润提成。而其经理人却成为了大众化的“商品”。

你认为随着对冲基金管理资金规模增加，明星对冲基金经理的业绩会受到影响吗？

确实如此，当达到一定的规模的时候，肯定会受影响。举一个极端的例子，市场上只存在唯一的交易员，而所有的资金都集中在他手里，这样的话赚钱就会变得很难。问题在于资金量的大小肯定会起作用。资金何时以及在哪里起作用取决于个人，而这在某些方面又取决于交易风格和个人的胃口。一些人拥有的交易风格和个人胃口使得他们轻松地进行数十亿美元的交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于那些新晋的全球宏观交易的对冲母基金管理人，你有什么建议？

我会说，他们应该像我们在瑞士信贷第一波士顿银行建立自营买卖交易部门时那样思考。你希望使投资组合多样化，最简单的就是需要一个套利交易员，建立一个获取固定收入的基金；你也需要一个gamma交易员，寻找市场的巨大波动。你需要某些在市场平稳时能够为你赚取固定收益的人，同时也需要市场真正出现波动时能够为你大笔赚钱的人。这是你建立多样化投资组合的方式。不是通过市场进行多样化，也不是通过地理区域进行多样化，而是通过不同的交易风格进行多样化。在全球宏观领域中，好的交易是把套利交易与gamma交易适当地结合在一起。比如，当一个高收益的货币币值便宜时，这就是你能够获取惊人的巨额收益的时候。

为什么你认为，资金分配者发现全球宏观策略是对冲基金策略中最难理解的策略？

首先，定量地进行评估不是一件容易的事情，因为那是非系统性的。其次，就他们怎样交易而不是在哪里进行交易而言，基金经理们的不同选择将导致非常不同的结果。最后，因为对冲基金经理群体中最大的一部分，其实是介于两类人之间，一类是那些原本不该从事该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行业的人，另一类是那些做得非常优秀但是不可能成为超级明星的人。要想区分开这两类人十分困难。很难发现有人既能拥有独具慧眼去发现那些好的交易机会，又能将这个交易观点兑现，因此我认为这是非常困难的过程。

和你一起工作过的最优秀的全球宏观交易员是谁？

吉姆·莱特纳。因为他拥有发现风险/收益比例极高的投资的智能和好奇心；因为他总是在积极寻找市场的巨大波动；因为他总是给人非常虚心的印象——他喜欢听到相反的意见；最重要的是，因为他对所有规模头寸的交易都能小心谨慎而不厌其烦。很少有人能够把这些优点集于一身。

1991年，我记得当我对吉姆说："你看，欧洲货币汇率联系机制将会崩溃。"那时局势紧张，法国法郎对德国马克的波幅处于最糟糕的点位。他在那年年初就开始布局进行交易，购买数几十亿法国法郎，因为他看到了熊市，市场虽然处于低谷，但他并不认为将会崩溃。他拥有分析能力、好奇心，并拥有当事情看起来糟糕时仍继续进行交易的勇气，他告诉我这种情况往往是进行交易的最好时机。顺便说一下，重要的是他能够在系统崩溃之前脱身而出，并且在崩溃时能够赚到钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你在职业生涯中有没有成功地招聘过优秀的交易员？

我既经历过成功也经历过失败。在这方面我其实真的不擅长。只要他们进行交易，我和他们一起工作并定期和他们交流，那么我就知道谁是优秀的交易员。通常，我发现那些优秀的交易员都很有主见，并且能够把观点和交易区分开。他们挑选风险/收益比例高的好交易。一个真正优秀的交易员的另外一个特征，就是能够随机应变，即及时改变想法。

你认为每月撰写详细的投资者通信的做法，会影响对冲基金经理改变主意的能力吗？

应该不会。绝大多数投资者都不会介意对冲基金经理因出错而造成亏损。他们希望的是：在出错时，对冲基金经理只亏损少量的钱，当交易正确时，赚取更多的钱。

顺便说一下，依我看来，大多数人在用一种错误的方式撰写那些月度报告。他们应该把写月度报告当作梳理和明晰的过程。撰写报告是一个净化梳理的过程，是一项重要工作。因此当你在写一些没价值的东西的时候，那正是学习新东西的时候，你应该问自己：“等一下，为什么给不出合理的解释？我在这个问题上有什么没有理解的地方？”你写报告的目的不只在于劝服别人，也不只是为了别的什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，报告不应该被写成华而不实、似是而非的东西。你写得越诚恳、越真实，对基金经理越有用。

我见过非常诚恳和非常有帮助的报告，也见过不少值得商榷的报告。当某人写报告时说：市场非常无理性或者市场中存在许多杂音时，我就会变得十分焦虑不安，因为市场总是有点非理性，因此也理所当然存在杂音。关键在于找出波动背后隐含的经济逻辑。如果市场已经呈现出非理性，那么通常就会存在机遇，这毫无疑问。当某人写道：“我并不理解这个，而这个恰恰发生在我身上。”那么这很好，很有趣。接着的关键问题就是，“为什么你不理解？”写报告的目标就是不断地学习。市场是一个真实的挑战环境，为了不被市场淘汰，你就必须不断地学习。

我对某些月度报告感到厌恶的原因，在于他们的观点过于自信。你的交易业绩可能暂时还不错，但你的观点可能有对有错，它会在将来得到验证。因此观点过于自信是一个危险的信号。你在一个交易中可能会非常自信，这往往是因为该交易拥有非常好的风险/收益比率，并且观点也有道理。但是一个优秀的基金经理会问这样的问题：“如果我出错了会怎么样？”那些优秀的人似乎总是这样做。

对于全球宏观对冲基金业的投资者来说，还有哪些其他的危险信号？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止损点很重要。重复出现的错误是退出交易的一个信号。市场表现出无理性，总是退出交易的一个时机。你有必要采取止损措施，是因为你必须承认“某些时候我可能会犯错”。

最糟糕的征兆是，一个基金经理交易观点正确时，他也赚不到钱。再次说一下，最优秀的交易是在错误发生时能够亏少量的钱，因为那意味着他能够脱离麻烦。这样，问题就会转化为他是否能找到赚大钱的最佳交易机会。

你在风险管理和止损点方面的理论是什么？我问这个问题的原因，是因为你之前提到你做的马克/瑞士法郎的交易，也就是先是卖空，然后止损退出，最后又能两次卖空。在那个交易中，你的止损点是什么？

我的理论不是那样发展出来的。你退出市场是因为你希望损失最小化。通常发生的事情是，市场会给你一定的打击，之后行情好转，你重新回到市场。因为你感觉是市场杂音促使你退出市场的，当你排除杂音看清市场时，你自然就回来了。对于一个基金经理来说，最艰难的时刻是，当他退出市场后，却始终确信自己的交易观点。那么你会做什么？你肯定有必要重新进入市场，但是要设置更为严格的止损措施。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每一笔交易都是一个预期收益公式，它只是一个用某个变量集进行数学描述的一个关于预期收益的简单的不确定性理论。该预期收益会受交易价格的上下界的影响，也就是交易将会怎么发展，止损点在哪里，你用什么办法来描述这种概率的分布呢？因此，你对这个价格波动范围的判断是十分重要的。当你退出交易彻底想清楚后，你还是强烈地相信你的观点是正确的，那么预期还可能是相当好的。但是得带有一个附加条件，你有必要做好交易损失的心理准备，因为你之前在该交易上已经产生了损失。因此第二次的风险/收益比率肯定比第一次小。在任何给定的交易中，你的风险/收益比率至少应该达到1∶4（一些优秀的交易员认为应达到1∶8或者1∶10）。在风险/收益比率几次达到1∶1后，如果突然之间1∶4的交易变成了现在3∶4的交易，那么这个时候你应该转向另外一个交易，即使是很不情愿，你也必须放弃之前的那个交易。

在达到止损点后，什么时候才可以重新进行交易，你认为对冲基金经理有必要制定一些特定的规则吗？比如设置一个缓冲期，或是设定一个X%的波动幅度？

对于特定的交易，没有必要。从投资组合层面讲，如果你因为糟糕的业绩而退出所有的交易，那么我确实会相信“脑损伤”这个概念。当经理遭受巨大的损失，那么他们应该远离市场大约一个月，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为你的脑袋难免会受到刚刚发生的事情的影响，就像是由于疏忽而发生汽车交通事故后，你所希望做的就是更小心地驾驶一段时间。

我也坚信至少应该每年让自己的头脑冷静三四个星期。我认为每个人都应该这样做。如果我是母基金的管理人，那么我会强迫我的交易员这样做，因为这样有助于使他们的头脑保持清醒。在信孚银行，就有对交易员的强制休假规定。

对于那些希望成为交易员或者成为对冲基金经理的人，你有什么建议？

空谈无益。要考虑交易的风险/回报比率，而不是只考虑价格运动的方向；要思考大的波动而不是小波动。诚实地对待你的思维过程，不清楚的不要装懂。与市场周旋是很不容易的。当我们对自己充分地保持客观坦诚时，我们就能以一种良好的心态清晰地解读新闻消息。如果你自己对一个交易都没有确切的把握，你就是在跟自己开玩笑。你会不再相信新闻，很可能最后会陷入恐慌。顺便说一下，一句我曾经领悟到并亲身经历过的一句很有用的格言——如果你在市场中会恐慌的话，就早点恐慌，早点未雨绸缪；太晚往往带来的是大灾难。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章　银行司库

约翰·波特博士（巴克莱资本）

约翰·波特是巴克莱中职位最高级别的风险管理者，巴克莱资本是英国最大的和最受尊敬的金融机构。不管是家庭按揭、储蓄账户、信用卡，还是公司债券，波特投资于任何与利率风险有关的事物。他的工作就是把风险转化为利润。在全球宏观策略交易者中，他的投资授权范围是独一无二的，因为他能够以真正的中期观点进行布局，而不受每日市值变化的限制。比如，如果他所拥有的两年期政府债券现在被抛售，当形势对他不利时，他不会因为投资者的压力、止损规则以及外部的约束而削减头寸。恰恰相反，他可以一直持有到期，因为他所进行的任何交易都是巴克莱资产负债表上的自有资金。

波特是一位深思熟虑的思考者，拥有对于顶级交易员来说不一般的独特背景。他是一个美国人，曾在择生标准极高的巴黎高等师范学校（该校培养了一些著名的毕业生，比如萨缪尔·贝克特、让·保罗·萨特、雅克·德里达以及其他一些著名人士）学习，并且从索邦神学院（Sorbonne，巴黎大学的前身）获得了心理学博士学位，这两所学校全部都在巴黎。同时，他还拥有哥伦比亚大学国际事务硕士学位以及哈佛大学的学士学位。在他毕业之后，他有几年是在世界银行担任首席投资官，监控一个200亿美元全球固定收益投资组合的运营，接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着在巴黎的摩尔资本管理公司为对冲基金先驱路易斯·培根（Louis Bacon）工作，担任策略师和投资组合经理。

我在伦敦金丝雀码头（Canary Wharf）巴克莱总部采访了波特。他给人的印象是，拥有几个高级学位的他非常专业，看起来十分像银行财务人员或者政治人物。他头发花白，看起来很有权威。他深思熟虑，语言表达十分清晰有力。他具有强烈的好奇心，是一个能巧妙地与市场周旋并享受其中乐趣的人。在他最近50岁的生日派对上，他盛宴款待了500位最亲密的朋友，并请洛克西音乐乐团现场演奏。

他一丝不苟地精心准备我们的采访，从中不难看出他在职场中对待工作的态度。为了准备我们的讨论以及创造一个开放式的提问环境，他邀请一位初级交易员共进午餐，让这个交易员向自己自由提问有关个人背景和经历的任何事情。从我和他的交往中，我发现波特是一个喜欢接受挑战和辩论的人。

在我们讨论的过程中，他好几次提到心理学是理解金融市场最基本的工具。确实是，他自己在心理学方面的专长赋予了他一项优势，使得他自从在1998年成为巴克莱主要的风险管理者以来，获得了30%的年复合收益率（他管理的风险资金规模相当大）。作为银行司库，波特是一个主要关注前端利率和套利交易的宏观交易员，也会等待大的方向性宏观波动来赚取其投资组合收益。在交易中他很有耐心，因为

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管理银行内部账户使他可以有更长的时间来布局交易头寸，从而也使他有较大的自由空间来击败其他的市场参与者。

然而，只是在金融市场上赚钱，看起来不可能占据像波特这样一个人的全部生活，事实上，波特在其他许多领域也干得相当不错。就像他自己欣然承认的那样，可能与他的心理学背景和丰富的人生经历有关，他喜欢去猜别人的心思。我好奇地问道，做美联储主席未来会不会成为他的一个兴趣，他笑了。在这个过渡时期，了解隐藏在这个世界上负有盛名的金融机构背后的一些鲜为人知的事情，将有助于我们更好地去了解市场的心理以及全球宏观市场上的风险。

你的晚辈交易员问了哪些你认为很有趣的问题？

他问：“是什么原因让你变得独一无二？如果市场是一个零和游戏，那么为什么有人能够击败市场？”

对，在一个零和游戏中，既有优胜者，也有失败者。如果拥有某些能力，你就可能跻身于优胜者行列。或许是我的背景使我能够独一无二，我拥有心理学博士学位和经济学硕士学位。我过去总是偏好学术，并计划将来去教书和做研究，而我确实也干了一年这样的工作。因此，那时交易并不是特别让我感兴趣，事实上，直到35岁时，我才开始从事市场交易工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚开始我在世界银行的财务部门工作，而那时世界银行的财务部门是锻炼能力最好的地方之一。因为那时银行是固定收益交易最大的客户之一，而我们的卖方客户特别多。那时有26种货币，每种货币的基准都是相对独立的，因此在每一个特定市场里都有很多具体的东西可学。我们投资组合的管理方式是很积极进取的，尽管我没有市场经验但被允许进行所有种类的市场交易，因此我从中学到了很多东西。

当我需要钱供孩子上大学时，我加盟了对冲基金摩尔资本管理公司的巴黎办公室，从事观察欧洲货币趋同交易的工作。在那里我学会了许多关于资金管理的东西，尤其是关于怎样使用杠杆。因为公司决定把巴黎的办事处搬到伦敦，我选择了离开摩尔资本管理公司，加入一家对冲基金，工作了几年之后，我去巴克莱管理该银行的投资组合。

管理巴克莱的银行投资组合，最适合我的交易风格。我感觉自己在中期交易方面拥有优势。这需要掌控能力，而巴克莱银行恰恰赋予了我这种空间。如果缺乏纪律性，那么掌控能力可能导致错误，这决定了你是否能够生存以及是否能够盈利。在交易圈里，有这样一句古老的格言：一个人的掌控能力，对应着另外一个人纪律的缺乏。我十分认同这句话。

现在，我在巴克莱所做的就是从事时间套利交易。眼下，不管是对冲基金、母基金、自营交易还是实钱理财，所有的投资者都在复制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相同的短期交易风格。以前那些通过举办策略会议讨论投资组合变化的好日子，已经一去不复返了。现在没有人能够做到这样，每个人都受制于不允许收益发生波动的限制。对于我来说，不必遵循那种限制规定，这就是我的一个优势。我相信只要我能够执行其他人都不能去做的策略，就可以跑赢别人。是不是这种自由度让我的能力得到提高呢？未必，但是它确实给我带来了优势。

我喜欢打的一个比方是，所有人都从一个非常大的门进入，去参加一个拥挤的鸡尾酒会，旁边有一个无人注意的小门。如果有人大喊“着火了”，那么理所当然发生的事情就是大家都会从大门逃生。问题在于，如果大家都这样，那么你就可能被困在里面。这时最合理的策略是从小门逃生，哪怕从实际条件来讲，这不是最有效的逃生策略。这个故事的寓意就是：当事情变得杂乱不堪时，应该考虑其他人的策略而调整自己的策略。

你能给我们举一个能突出表现在巴克莱资本管理公司保持掌控的交易案例吗？

当我在1998年6月刚加盟巴克莱时，有一个极好的机会，即购买30年期德国债券同时出售30年期英国金边债券，因为当时英国金边债券的交易价格相比德国债券来说要高很多。这个交易并不是我发现的，因为那时大家都在进行这个交易。尽管如此，我对这个交易仍非常满

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意，因为：第一，我知道为什么出现这种异常现象；第二，该头寸的套利空间大的达到250个基点。换句话说，30年期德国债券的年收益率要高于英国金边债券2.5个百分点。

这种惹人注目的异常现象之所以发生，是因为英国投资者出于规章制度（最小资金要求）的原因，都在纷纷购买英国金边债券，从而人为造成了其收益率的下降。

最小资金要求（MFR）

1991年发生麦克斯韦养老金丑闻之后这个条例在英国获得通过，其目的是确保公司养老金计划的资产总是能够弥补负债（比如退休金支付）。该条例以长期英国金边债券的收益率作为测量工具。为了遵守最小资金要求（minimum funding requirement）条例要求的义务，公司养老金计划就开始大量购买这些长期债券，因此导致债券价格剧烈上升。

这项交易的风险在于从事该交易的人实在太多了。另外一个风险在于英国基准利率下降到低于欧洲利率水平。这在历史上没有先例，但是并不代表它不可能发生，因此该风险恰巧就变成了其中一个风险。

如果由规章制度导致的购买热能够得到降温，那么进行该交易将可以让我们从中获利。更重要的是，我们对英国加入欧元区的前景看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

好，而这事如果发生，那么其间的利率差价将立刻崩溃。我们会很高兴地耐心等待时机，获取套利收益。

这个交易对于巴克莱来说是很有意义的，因为作为一家英国银行，我们得益于权责发生制的会计制度——只需要记录头寸的当期收入或者利差。因此我持有大规模的该交易头寸，按照一个基点约合80万英镑和久期加权计算，大约相当于6.5亿英镑的名义头寸。这大约是投资组合整体风险的1/4，而且是公司所持有过的风险最大的头寸。

我刚持有该头寸不久之后，从逐日盯市角度看，开始变得对我不利。长期资本管理公司和很多人都持有该头寸，因此当市场形势迫使他们削减头寸时，价格就崩溃了。在某一时段，我在该交易上亏了6000万美元。

然而在崩溃期间，我能够锁住350个基点套利空间长达两年之久，然而让这项交易达到亏损平衡点是非常困难的。尽管从逐日盯市上看是亏损的。归功于银行宽松的会计标准，加上我对交易的判断，因此我选择继续持有。

我们持有绝大部分头寸，直到6年之后的2004年的年中，我们为公司大约赚取了1800万英镑。我必须承认，在此期间，我有时特别焦虑不安，因为那时我刚刚加入银行，并且面临来自风险管理部门的压力。我告诉过管理层，如果我是你们的话，就会发行30年期巴克莱融

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资券，因为30年期的债券，只有监管原因以及出现长期资本管理公司解体这类极端事件时才会出现低于4%收益率。尽管我并不能说服他们，但是我可以继续持有我的头寸，这主要是因为我们账户的净现值从未出现过负值（见图7-1）。

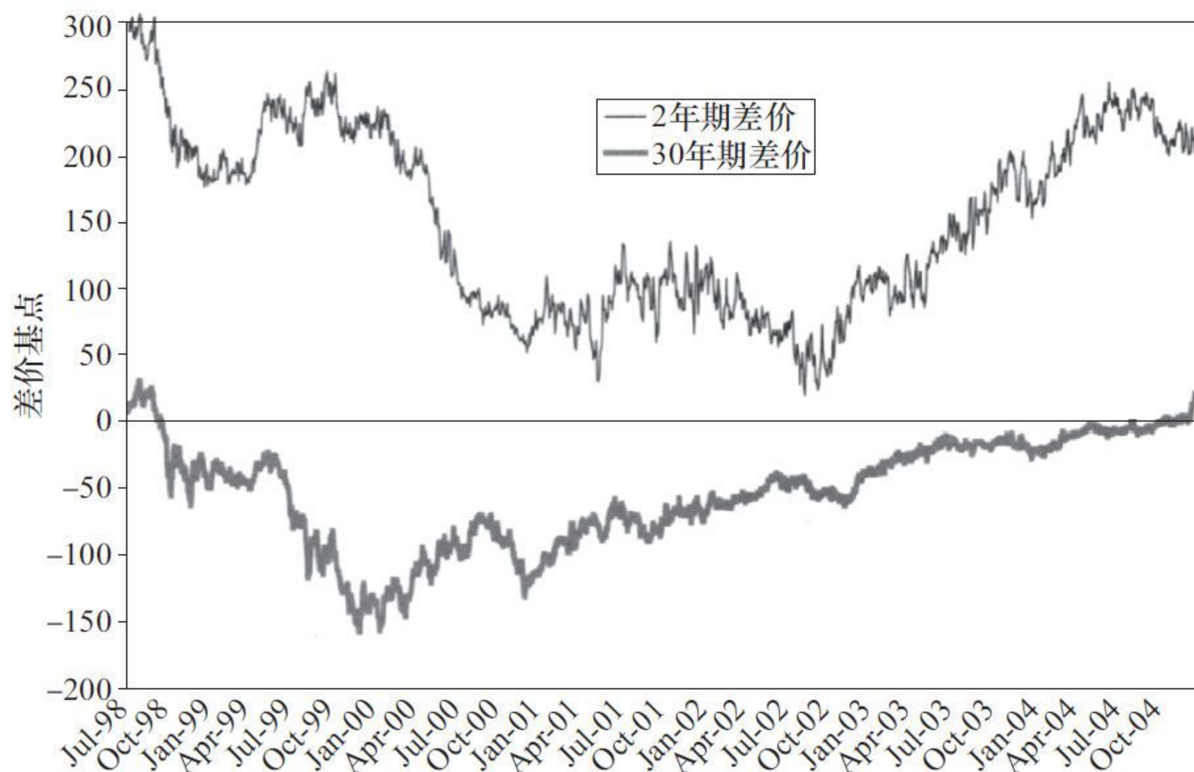


图7-1　30年期和2年期英国/德国差价（1998～2004年）

资料来源：Bloomberg.

因此你在巴克莱银行的一个优势，就在于只要当期收入保持为正，其会计制度就允许你继续持有头寸？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对，但是这并不意味着只要我们能得到当期净收入就愿意亏钱。在我们盯紧当期收入的同时，我们确实也关注绝对收益。到现在为止，我在巴克莱做这种交易已经7年了，获得了相当好的绝对收益，而且我们也没有经历过重大的亏损事件。

从本质上说，我们从事银行业传统的信贷业务。巴克莱银行已经将其比较优势领域分隔开来，将职责划分，并且从各个方面来整合利率风险管理。比如，巴克莱银行的员工更擅长营销信用卡，而不是管理他们的利率风险，因此我们就从管理利率风险下手。作为一个银行，我们希望确保无论我们什么时候贷出款项，都能够收回本金，得到息差收入。

3-6-3准则

这是银行业一个由来已久的、不成文的准则，也就是银行为储蓄账户支付3%的利息，而对贷款收取6%的利息，允许银行家在下午3点之后去打高尔夫球。

来自零售银行、按揭贷款部门以及信用卡等部门的所有利率风险，都转移到巴克莱资本，而我承担了该风险的绝大部分。余下部分的利率风险用来调剂资本市场的其他领域：固定收益市场、商品市场、外汇交易市场以及信用市场等。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的部门被授权运营缺口风险，因此我们可以有效地贷长借短。但那并不意味着我们会不加选择地对冲巴克莱银行的利率负债。事实是，我们会在那些巴克莱没有介入或者有风险敞口的地方持有头寸，比如新西兰。我们持有的风险，并不局限于巴克莱已拥有的负债。我们积极管理风险，寻求正的绝对收益，尽管我们也会受到公司风险价值模型、监管资本要求以及资产负债表要求的限制。

我们期望使每一单位风险的当期收入最大化。结果是，我们往往处于收益率曲线的前端，而不是后端，因为当其他情形都相同时，比如，连续10年滚动购买1年期的10亿美元票据，要比一次购买100亿美元10年期票据的收益情况好。如果它们的波动性相同，那么风险价值就是相同的，但是若是持有1年期的票据，那么你就可以得到更多的当期收入。

通过把风险集中于收益曲线的前端，央行就会成为能够真正影响成功与否的唯一因素。央行能够使套利空间扩张，也可以使之缩小，而我们需要套利空间。其他任何事物仅仅是影响成功与否的次要因素。

我们的一个核心技能领域是一年期的利率远期。一年期利率远期，就是市场对一年后的一年期利率水平的预测。这是一个始终存在巨大潜在超调的领域，因此我们要密切地关注该领域。本质上来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它是收益曲线波动最大的部分，因为它会大体与央行基准利率未来预期的范围接近。

如果你十分了解央行的政策行为以及拥有完美的利率周期预测能力，那么10年期利率将会保持在大约4%的水平，基准利率却可能在3%～5%波动。当央行基准利率开始波动时，市场价格通常就会发生更大幅度的波动，而一年期利率远期总是会呈现最大的波动。绝大部分利率周期都在16～24个月，这就是欧洲美元期货的滞后时间，而周期现象已经发生，并且波动范围总是会比实际幅度大。

当我的同事说起他的市场感觉如何差时，我说："我不关心市场感觉，我们在这里并不是要感知市场脉搏。我们要做的是，通过预期央行将采取的动作，判断我们能从头寸中获得多大的套利空间。"所以，当人们面临压力而削减头寸时，我们不需要那样做，因为我们没必要太担心头寸每天的市值变化。

在其他许多人都缺席的情况下，我们可以每天都有收入。如果我们要从正向套利中赚钱而头寸的逐日盯市对我们又不利，我们就会持有该债券直至到期日。

有一句老话："正向套息空间会自我消失。"而我也认同这句话。当我对央行担心时，我会重新评价我的中期观点，但是我希望保

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持中期视角，因为我感觉那是我有相对优势的地方。如果我过于关注“眼前”，恐怕我会丧失这一视角。

认知是心理学一个非常有趣的东西。小波动在某些人眼中看起来很大，而其他人甚至都没有注意到，因为他们具有不同的视角。如果你观察得越细微，那么小波动在你眼中就显得越大。你需要一个参考物。

在过去的7年里，我们的策略非常成功，获利非常强劲。是不是会一直这样呢？我们已经经历过不同的市场周期，而该策略都起作用了，这是鼓舞人心的事情。但是随着利率和波动性的继续下降，我们的策略也会面临是否仍然可行的问题，或者说任何策略都会遇到这种问题。

除了持有头寸更久，你还有其他优势吗？比如说基本信息。

对于我来说，身处银行内部是一个有利因素。银行会帮你处理好很多有关成本和基础设施方面的事情。而在信息方面，银行的价值不大。事实上我不和其他人谈论这些东西，因为我知道他们的观点，并且这样做只会让我分心。绝大部分时间我在阅读或做一些研究，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我往往会去阅读独立研究报告，理由很简单，它们能提供客观公正、不偏不倚的观点。

我所尽力做的，就是在央行准备做什么和市场预期之间进行套利。我喜欢了解交易员在做什么，但是每天都这样做的话，对自己的交易帮助并不大。重要的是，要追踪了解市场什么时候会偏向于另一端。那并不必然意味着我要进行反向交易，但是了解市场动态对于选择建仓和平仓的时机还是很重要的。

你会和其他对冲基金经理交流信息吗？

不会。我和他们很友好，会在社交场合或巴克莱和他们打招呼，但我不会和其他人定期交流观点。我不认为那样会对我有利。事实上，很多时候我都在做管理方面的事情。

管理人员会有助于你提高业绩吗？

一些管理职责是有益的，因为当我无事可做时，可以做做管理。整天坐在桌前观察市场就会如此：你有时不愿做某事，但仅仅为了摆脱无聊而做某事。

你使用哪些投资工具？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都是一些简单乏味的投资工具，如政府债券、利率掉期、融资券，以及一些我认为如果我持有到期会收回本金的工具。我们不会投资公司债券，但是融资券除外。在英国，信用工具在银行投资组合中赋予了100%的风险权重，这意味着我们不能做信用的杠杆交易。

你所做的交易，与固定收益或相对价值对冲基金相比，区别在哪里？

总的来说，相对价值对冲基金以及对冲基金都是利用杠杆对波幅进行交易，而我们恰恰相反。现在太多的对冲基金在出售波动性，波幅如此窄小以至于出售波动性毫无意义。事实上，出售波动性的收益并不能弥补其风险。

你只要看看高收益证券的差价是如何之小，就可以发现对冲基金有泛滥的迹象。对冲基金管理者面临业绩的巨大压力，因此他们不能过于担心市场的风险。他们的竞争者也不担心风险，因此他们会进行交易，勉强维持每月50个基点的业绩，做不到这一点，他们的投资者无论如何都会撤资。一种赚取50个基点的方法就是使用信用价差交易，但是风险极大。过去低水平波动性之后就会紧随发生市场大混乱，1998年便是最经典的例子（见图7-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图7-2　高收益债券的价差（1991～2005年）

资料来源：Bloomberg.

我的策略是尽量利用市场混乱来锁定尽可能多的利差。绝大部分时间，我不会投注，这样也就没有收益，但是一旦市场出现混乱，我通过持有相反的头寸就可以赚取大笔收益。我也能赚取大收益，平均来说，我的业绩如果不比最好的对冲基金好，那么至少也与它们持平。换句话说，别人都由大门进入，而我恰恰选择后面的小门。

利率趋势不再像以前一样，即使用长期观点来看，利率波幅也在下降，但是未来依然会遇到极端、剧烈的波动。因此，我的目标就是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

捕捉这些波动。很明显，做比说难，但是这就是我现在处理事情的方式。

现在为了赚钱，需要采用不同于传统策略的投资策略。为了获得执行这些策略所必需的自由，需要非常聪明而精明的投资者，以及一个较长期的投资封闭期。我们刚刚创立了一只基金来吸收外部资金。我们的计划是精心挑选投资者，那样我们就可以执行我们的策略了。

我们现在陷入对冲基金的泡沫中了吗？

从周期性来看，我确实认为我们现在已陷入对冲基金的泡沫中。我认为短期内，对冲基金数目会减少，对冲基金管理的资产也会下降。这未必会导致市场剧变，但是我认为投资者将会意识到收益不能弥补费用的问题。从长期看，对冲基金投资的资产类别不会改变，就像证券投资基金一样。但是，我认为我们已经接近这次周期的顶峰，理由很简单，市场中有太多人从事对冲基金业务。而问题在于，因为存在管理费用，管理对冲基金又太容易。如果你能够募集10亿美元并每年得到2%的管理费，那么为什么不创立对冲基金呢？2000万美元减去一些费用，所剩的钱就可直接收入囊中。

如果你认为对冲基金数目会萎缩而且担心注意力会从中期转移到短期，为什么还计划创立对冲基金呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我已经告诉过每一个有意投资的投资者，我们对所吸收的外部资金将会与我现在管理的银行投资组合一样管理。我们告诉他们，尽管概率很低，我们可能会损失15%。我也告诉他们，如果对我们的风格不是百分百满意，那么请不要投资。我们没必要设立封闭期，因为现在只和那些我们熟悉的并且能理解我的投资风格的投资者合作。当接收更多的投资者时，可能有必要制订一个封闭期限。

但我还想再问一次，你已经在巴克莱管理了很多资金，为什么还要吸收更多的资金给自己找更多的烦恼呢？

为了成长。我一直受内部资金限制的困扰。我能够管理更大的资金池，而对巴克莱来讲，多样化对他们是有益的，因为我现在已经为公司承担了绝大多数的风险。吸收外部资金是一个双赢的局面，一方面我不再受内部资金限制的困扰，另一方面巴克莱可在承担相对更少风险的同时，获得额外的费用收入。同时，这是我在日常工作之外需要经历的其他经营挑战。

回到那个午餐答问话题，年轻的交易员还问了你哪些有趣的问题？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他的问题是，“是什么造就了一个优秀的交易员？”事实上这个问法不对。正确的问法是，怎样才能具备成为优秀交易员所需的品质？

一个交易员最重要的品质是自我约束，即自律。这是做好交易的一个必备条件，你必须自律。这甚至比想出好点子、发现交易机会更为重要。随着时间的流逝，一个交易员最关键的就是要通过自我约束去捕捉成功机会以及尽量减少错误。因为到头来，这个游戏的关键就在于持久力，或者说是耐力。

市场完全是人类行为的客观观测者。而人们经常试图解释市场上的错误，比如，“市场反应过激”或“谁会预测到这个会发生”。但问题是，一旦你开始这样做，你就错了。

我认识的最自律的交易员是我以前的老板——摩尔资本管理公司的路易斯·培根。他过去总说这样一句话：“你来这里并不是为了追求真理的，你是来赚钱的。”而我不断告诉他：“在生活中，我更希望自己做正确的事情。”我花了很长时间才意识到，我还是应该秉承这样的理念，但是不在交易圈里。

交易自律性是否只能在挫折中学会？或者说是天生具备的品质？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然需要某种程度的经验，但是我认为自律性是很自然地获得的。我相信如果你已经显示出很强的自律性，那么你就有机会成为优秀的交易员。我现在还是一个相对来说不怎么自律的交易员，但是我已经能够获取我可以继续留在交易圈中所必需的自律性。

你成功雇用过自律的交易员吗？

我相信我雇用过。那些现在还在这里工作的和已经离开的人一直都干得非常棒。

我倾向于雇用资历较浅者，这跟投资银行典型的雇用方式相去甚远。我喜欢那些在运动场或军队受过纪律训练的人，喜欢那些不断评估风险的人，喜欢那些希望有自律性和能够在发现错误后迅速纠正的人。

我对投资银行传统的雇用方式不感兴趣。那些拥有MBA、金融或粒子物理学博士学位的人，并不能把投资银行从长期资本公司危机或纳斯达克泡沫中拯救出来。心理学是解释这些事件的一门学科，而这在教育中是学不到的。

心理是至今市场最为重要的一块。市场参与者希望能够定量化和清晰地描述现代人的行为，但是问题是，人类的行为不稳定。当个体在群体中互动时，个体行为就开始从属于整体行为。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有个关于芝加哥交易所的一个有名的交易员的故事。一天，他正在芝加哥交易所大厅，这时美国的通货膨胀数字公布出来了，数字完全出人意料，引起交易大厅的一片混乱。当吵闹声平息过后，他赚了1000万美元，当他从交易厅走出来时随口说了一句话："拜托问一下，刚刚公布的通货膨胀率是多少？"

你得出这个结论是在进入金融业之前，还是在交易了一段时间之后？

我把自己在市场上所观测到的与我在大学学习的实验心理学结合在一起，就得到了这个结论。在世界银行工作时，有一次，我的一位同事绘制了债券市场图，当我第一眼见到他所绘制的图时，我想起了对老鼠和鸽子进行条件反射试验所绘制的刺激和反应图。

从交易观点来说，道理很简单。市场总是存在刺激和反应、奖赏和惩罚。对每一个市场行为，反应总有边际效应不断递减的现象。因此你必须不断地巩固相同的反应。对于给定的反应，人们所获得的报酬时间持续越长，那么当不再得到报酬时，停止该种反应所花费的时间也越长。现在，我们引进惩罚这个概念。当存在惩罚措施时，惩罚措施越严厉，条件反射会消失得越快。这提供了对市场框架的分析，但是未必能预测事情未来一定会如何发展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国股票市场从20世纪90年代末期到现在的表现，就是一个很好的例证。在20世纪90年代中期，因为一些原因投资者重新开始喜欢投资股票。收入增长与技术进步，是市场刺激之所在。市场对刺激的反应就是购买股票。随着股票价格的上升，强化了市场的初始反应。反应的强化又导致另一波反应——再次购买股票等。到了20世纪90年代末期，市场下滑甚至也成为刺激点，人们会积极购买市值下降的股票。这种积极的强化效应还是持续了许多年。持续的时间越长、积极强化的效应越大或资本收益越大，那么美国人停止购买股票的反应所必需的时间也相应越长。

这与老鼠和鸽子的条件反射原理一样。如果在给一只鸽子端出食物之前先显示一道绿光，鸽子会啄食食物所在的地方。如果这种试验维持了很长一段时间，同时积极地强化效应，那么鸽子一见到绿光还是会啄食，即使在同样的地方没有端出食物。这个试验维持的时间越久，让鸽子最终停止啄食所花的时间越长。为了使反应消退得更快，可引入惩罚措施——当鸽子在没有见到食物但看到绿光的情况下，只要啄食就电击它。

我第一次做交易时，事实上我希望像一个经济学家一样交易。但是因为受到惩罚，我很快知道这不可能。回到美国股票市场的例子，后来出现了网络泡沫的破灭。2000年之后市场下滑，条件反应开始消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

退，持有股票尤其是购买市值下降的股票的投资者连续不断地受到了惩罚。

你是否借助心理学知识认识到2000年纳斯达克只是泡沫？

是的。关于金融或资产泡沫，你必须知道它的存在，而且要期望自己能逢凶化吉免遭泡沫困扰。在发生科技泡沫期间，我做的唯一一件事就是抛售我私人持有的所有股票。1999年时我的想法是，当美联储开始干涉加息周期时，股价会停止上升。我在1999年2月出售了所有股票，而这发生在泡沫破灭的前一年。但是我应该再一次提到，当大金融家伯纳德·巴鲁克（Bernard Baruch）被问到他的成功的秘密时，他说：“我总是及早卖掉。”

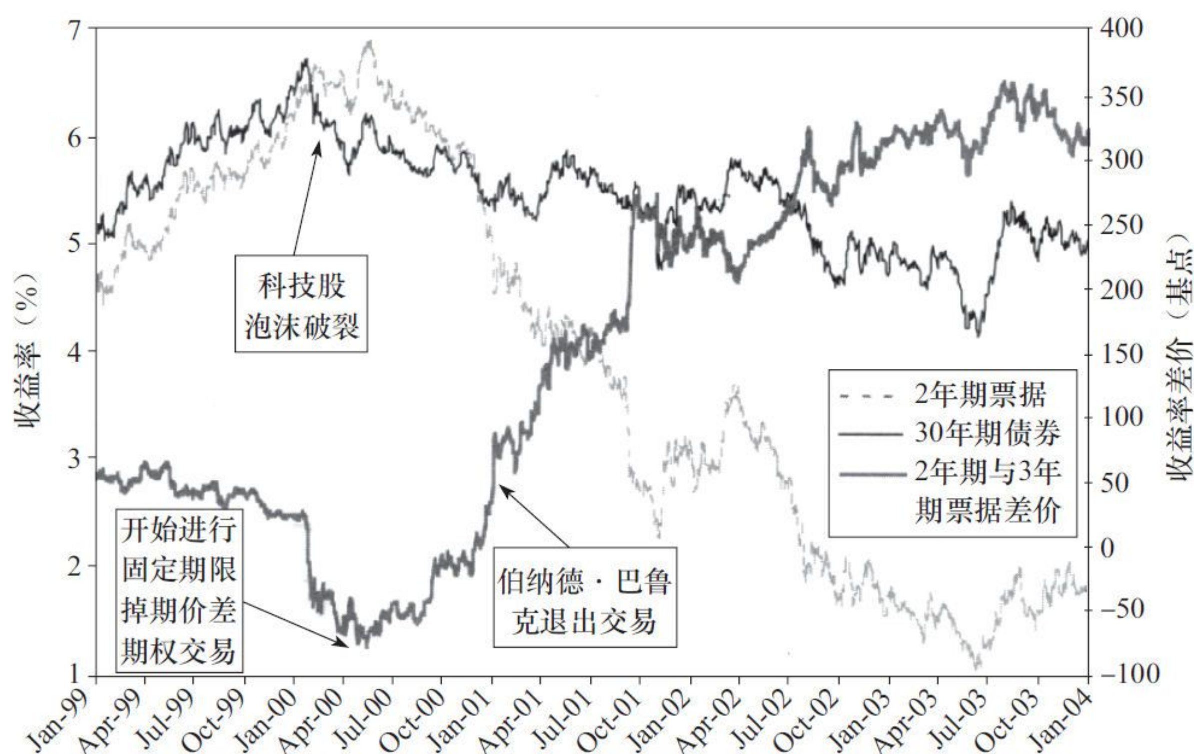
你是怎样把科技泡沫及随后发生的市场冲击，整合到你的固定收益交易策略中去的？

当一开始抛售科技股时，我就知道美联储将会步入降息期。一旦开始，股票市场就会与我关系不大。在巴克莱，我坚持只投资于固定收益证券，因为这是我最拿手的领域。那些脱离自己所擅长的市场领域的人往往会陷入困境。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当网络泡沫破灭时，我在利率变得更为陡峭时开始进行交易——做多美国2年期短期票据和做空美国30年期长期债券。那时，2年期票据收益率大约为6.75%，但收益率曲线却有一个75个基点的反转。说实话，我在那个时点上并没有马上看涨债券行情，但我认为收益率曲线的反转将会得到修正。

虽然我95%的利润来源于定向固定收益投资头寸，但我认为自己是相对价值型交易员，因为我感觉要想最大化地提高成功概率，那么沿着收益曲线恰当选择头寸十分重要。当我选择收益曲线更陡峭时段的头寸时，人们认为我昏了头。结果是，我利用那个利率反转点在绝对低的价格买进了债券，后来价差从负的75个基点变为了正的365个基点，这让我大赚了一笔（见图7-3）。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图7-3　美国2年期票据和美国30年期债券（1999～2004年）

资料来源：Bloomberg.

你是否步了伯纳德·巴鲁克的后尘，过早从这个交易中退出？

是的，我在这笔交易中只赚了大约125个基点，就退出来了。

如果绝大部分是定向交易，那为什么不只买2年期票据？

只有在我对两个方向都充满信心时，我才进行相对价值交易。本质上，我只管理两个头寸。有些人自欺欺人地以为他们的头寸可以得到对冲。利率的方向可以解释90%的收益曲线。如果你处于曲线陡峭处，你基本上可判断债券价格会上升；如果在曲线平坦处，你应该认为市场会卖空。

要找到好的定向宏观交易机会该怎么做？

对于我和我的交易来说，最重要的参考变量是央行根据市场预期调整利率水平的概率。这提供了恰当的基准标杆，因为那才是我实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上能够把控的。而我不必努力去理解供给、需求以及宏观世界里的其他变量。

当你遇到一个很好的宏观交易机会时，你是选择不同种类的交易工具还是选择你自己认为最好的投资工具？

除非我能找到建立分散化头寸的令人信服的理由，否则我认为持有多个头寸是自欺欺人。头寸越多，损失的机会越大。如果存在一个你认为能够包含80%～90%主题的投资工具，那为什么要持有大量不同头寸而分散自己的注意力呢？

通常你的投资组合是做波幅多头还是空头？

平均来说是做波幅多头。我们去年是做空，因为那是我们认为唯一能够操作的机会。现在我不做，只是因为这样做太便宜。当我们持有处于收益曲线前端的多头时，我喜欢选择做波幅空头，因为如果发生震荡，我们的波动性空头方会受打击，但收益曲线前端的利率会上升。我喜欢做风险多头，而不是空头，那样的话我会睡个好觉。

一个著名的交易员曾经说过：“如果你晚上不能入眠，那么就表示你的头寸太大。”这就是我为什么可以入睡的原因，我会确保自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会持有让我感觉不舒服的头寸。

你是怎样构建投资组合的？

我们所做的是在维持某种多样化水平的前提下，使得每单位的调整后风险价值（VaR）的当期收入最大化。流动性仍然很重要，尽管因为我们的投资组合不用每日盯市而只需要更少的流动性，但是如果流动性低于某个水平的话，我们也会遇到一些问题，因此流动性还是很重要。我们对所有的头寸都进行定性评估。思考什么会使每种头寸合适或者不合适。然后我们寻找那些可以在头寸出错时，补偿这些失误的其他头寸。再接着我们会观察这些新头寸对我们总体风险回报的影响，同时牢记那些与VaR相关联的问题，VaR是一个回溯性指标，并假定存在稳定的相关性。

在我最近和公司风险经理的一次对话中，我们的谈话涉及VaR问题，这发生在失业率报告公布之前。我们那时持有的是美国国库券空头。

风险经理：“你应该交易在曲线更陡峭点处的证券，因为你必须降低VaR的数值。”

波特：“你是在开玩笑吧。我们是在失业率公布前一天。相信我，如果失业率很高，那么市场不会变得陡峭，收益率曲线会变得平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坦，因为这会促使美联储加息。”

风险经理：“如果你持有一个扁平的头寸，这会超过你的风险限额。”

波特：“难道你希望我进行一笔我认为会亏损的交易？仅仅为确保保持在VaR限度之内吗？”

很明显，他不好意思地笑了笑，然后走开了。这次对话总结了VAR模型存在的问题。利用定量框架评估风险固然很重要，但是能够加入常识性思考也同样重要，而常识只能从经验中获得。

也许，在整个交易活动中，年轻人有更多的精力与活力，但是经验的价值应该更大。只重模型而忽视经验，那可能正是市场健忘的部分原因所在。

你会利用市场健忘作为优势吗？

毋庸置疑，这是市场失效的一个例子。另外一个原因是人们甚至记不起他们经历过的事情。这不能说是市场失效导致了市场健忘，而是说两者有点关联。

我记得“9·11”事件之后，一些人开始认为世界末日将来临，债券市场也大幅升值。世界各地弥漫着悲观的气氛，但我没有沮丧，因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为我知道人类的强大适应性，会让这段经历很快过去。

当“9·11”事件过后，汽车零利率信贷的推出导致了汽车销售量打破历史纪录，这显示出不管人们多悲伤，只要有便宜货，人们还是会抢购。在汽车销售量破纪录后，人们做空债券。接着零售数字被公布出来了，再次像汽车销售一样打破了纪录。这时，市场反应过来了，债券市场出现了抛售，购买债券的人可谓门可罗雀。

像“9·11”事件这样极端的变动已经发生过，而且还会发生。这就是像我这种“老姜”因有经验而拥有优势之所在。认识到事情并非一成不变很重要。

我的论文主题是《记忆力的发展和儿童间交流》，而且我总是尽力提高自己的记忆力。在市场中我拥有的一个优势就是我的记忆力特别好，能够准确回忆起债券市场所发生的事，而且知道为什么会那样。这就是我不怎么使用图表的原因——我自己能够记住那些事情。

自从你踏入该行业以来，市场发生了怎样的改变？

我们经历了20年的账面资产升值和实物资产贬值，这就是全部的变化。在1980年，金融股占标准普尔500指数股票构成的5%，而现在已经达到了25%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2000年，我对我的孩子们说：“我希望你们都尽情地享受生活与快乐，因为到现在为止你们正经历着一段和平、繁荣以及历史上前所未有的财富快速积累的时期。只要没有战争，即使不再繁荣昌盛和富裕，你们也会过得非常好。”随后就发生了“9·11”事件。与20世纪90年代相比，现在没有以前好，而且将来也不会比那时更好。

从金融市场角度来看，我们不幸正处于股票市场的向下调整期。人们将会对金融市场非常失望。将来人们会选择做其他事情，比如公共服务、和平组织，或者类似的事情；而不是去读MBA或者进投资银行工作——这些会如潮水般消失。

关于地缘政治学，我不赞成美国与中国相比会落后的观点。我还是相信美国拥有足够的干劲和开放性，这使得美国会继续吸引最优秀的和最聪明的人才。中国会变得非常强大，我们可能迎来多极世界。我们也许会回到以前那种没有占统治地位的超级大国的生活方式，这也许是件好事。以人道主义观点来看，前苏联很可怕，但是从力量制衡和地缘政治立场看，那是件非常好的事情。存在一个使每个人都保持自省与诚实的对立物，总是一件好事。

未来哪种交易策略会有最大的成功率？

未来的市场需要一个富有经验的股票挑选者——需要一个从微观角度分析出哪些股票定价过高、哪些股票定价过低，并进行相应地交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易的人。我们会进入一个交易市场对抗趋势市场的时代。那些只会观察市场指数的荒唐可笑的人，会被市场淘汰，趋势跟从者的下场也是如此。

失败总是无处不在。我知道，总有一天银行的管理者会把我的某些交易任务交给别人，因为那时我可能已经没有能力来玩这种游戏了。我希望有这样一天，因为我不愿意待在市场中，直到这一天到来，那意味着我的彻底失败。我现在最想甩掉的事情，就是所谓的名气，如果能够的话，我就不必仅仅为了某人期望的某个收益水平，而被迫去做一些我本不必去做的事情。

全球债券市场不断增加的相关性，是否有损你赚钱的能力？

也不能这样一概而论。有时会同步增长，而有时非同步增长。现在某些市场与以前相比更密切相关，但有些却没有那么相关。

美国收益曲线的两端是负相关的，这是史无前例的。与两国经济的发展情况一样，新西兰与澳大利亚的中央银行步调相反，这一点也很不寻常。并且，欧洲其他国家和英国的相关性也并不像人们认为的那样大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们监控相关性，是因为从短期看它们可能会起作用，但从长期看，它们通常不会演变成大事件，因为相关性是往回头看。我通常会做一些在当前相关性下意义不大的交易，作为对未来潜在的不利环境的对冲。例如，我认为如果所有其他头寸会亏损，那么我的这个头寸，比如说新西兰，在出现巨大波动的情况下会实现盈利。我们不能忘记在投资组合中应包括新西兰交易，因为即使现在新西兰不是个令人感兴趣的市场，如果突然之间某事发生，新西兰头寸就会起作用——有助于缓和弥补其他头寸的损失。

我们所做的与绝大多数对冲基金截然不同。在真实投资组合的背景下，我们用一种中期观点管理资金。而对冲基金则是根据每日的情况进行管理。他们会声称是在真实的投资组合背景下进行一系列中期交易，但事实上他们是以银行自营交易风格和心理进行交易。

你对金融市场上学术严密性的缺乏感到吃惊吗？

是的，我感到吃惊，尤其是在行为金融方面。人类行为中存在许多非常有意思的偏好，而且往往始终如一，这应该被应用于市场上。然而，实际上没有人真正从事这种工作。我未必会在交易中直接使用行为金融学，因为它是定性而非定量的东西。

比如，我喜欢观察年轻交易员进行交易，因为他们都会犯同样的错误。我并不是要很刻薄地这样做，因为每一个人都要经历这个过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程。但是在一个人的交易职业生涯初期，存在着一种随大流的趋势。我只对他们此时会说些什么感兴趣。我同时也利用行为金融学，寻找人们思考的方式。这个概念是非常重要的。市场可能出现超买，也可能出现超卖，但是只有等到出现一个新的概念时才能形成趋势。概念最终会趋于被消耗殆尽，而这通常会发生在被登上报纸或者杂志封面时。换句话说，当该概念完全流行时，它就对市场不再具有价值了，又会重新回到刺激和反应的过程。在某些时候，相同的刺激会引发单调递减的反应，直到最终没有人会关心这个概念。我希望知道相关的概念是什么，并且希望知道人们为什么那样定位，以期待能够帮助我判断什么时候事情可能会发生改变。行为金融学解释了市场为什么会那样做。

经济学始终还是人类心理学的一个领域。为什么某个东西会值那个价钱？供给与需求，但只有这些吗？为什么钻石的价格会那么昂贵？肯定是因为人们喜欢，但是为什么会喜欢钻石？他们就是喜欢钻石。因此全部是心理问题。

你认为人们购买黄金是出于心理原因吗？是认为黄金存在内在价值吗？

我认为黄金不存在任何内在价值，因此购买黄金完全出于心理原因。那就是说，我最近用个人资金购买黄金，是因为我感觉风险极其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低。我喜欢看到这样的事实，即所有的中央银行，包括英格兰银行都在销售黄金。当银行参与到市场行为中，他们就成为了最好的反向指标。我也喜欢看到印度和中国的经济增长，这两个国家都是黄金的消费大国。印度女性随身佩戴着许多黄金，而中国在他们所有的建筑和圣祠中都使用黄金。我估计，如果那些有购买力的人都买黄金，那么黄金价格将会上涨。再次说一下是心理原因，他们为什么认为黄金有价值？谁知道，他们就是这样想的。

你认为和央行官员交流有价值吗？尽管他们往往起到反向指标的作用？

答案是肯定的。因为我是银行投资组合管理者，不是对冲基金管理者，所以我和央行官员的关系特别好。央行对巴克莱负有责任，因为我们是清算系统的一部分。我同时和他们中的一部分人拥有类似的背景，因此每次交谈前我总是提及我在世界银行10年的工作经验，这样气氛会更融洽。

从他们口中我希望了解到他们在观测什么。只要我和他们关注的一样，就会觉得更舒适自在，说明我的交易决策是正确的。他们并不需要故意出错来让我赚钱。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

困难在于，现在每个人之间的差距都不大，竞争很激烈。突然之间，一句话都变得很重要。央行官员都陷入一个困境，他们认为自己应该与市场保持交流和透明度，而结果却可能是弊大于利，尤其是欧洲央行。如果我是他们，我不会说任何话。

除了中央银行官员你还会使用哪些工具或指标来进行固定收益交易？

人们可能会发笑，但我还是要说出来，因为一些人总是把我和它联系在一起。我喜欢观看月亮周期，并且想知道何时满月。

我并不相信任何神秘术数——我不信占星术，并且也不问其他人，但是我曾经读过一篇实证研究成果，认为满月与趋势倒转之间存在着在统计学上十分惊人而显著的关系。我相信做这个研究的人，而且发现这很有趣。月亮的引力对人类行为有影响这一点是有道理的。很明显，月亮的引力很大，它可以改变潮汐，影响月经周期，而且那些研究老年痴呆症的人也发现他们的病人在月满时分会行为异常。

我已经发现好几次在月满时我的交易很好。交易全在于信心。你越自信，你的头寸会越大，并且你的耐力也会越久，但是你必须知道你为什么会自信。有时你会变得盲目自信，比如骄傲自满或顽固不化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看起来像马赛克理论（Mosaic theory）一样，把谜面的各种不同的板块拼凑在一起有助于找出谜底，而满月恰好是其中的一块板。我不会简单地依赖它，但是会询问月亮现在处于哪里，尤其是当我们处于趋势的极端水平位置时。

你最严重的交易错误是什么？你从中学到什么？

有许多错误，但是我会告诉你1994年发生在摩尔资本管理公司的一个错误交易。我做的是欧元里拉的日历价差交易，即做空前一个合同和做多后面一个合同。我原以为远期利率与欧洲利率相比太高，而这种异常现象会随着里拉利率与欧元利率的趋同而消失。

但事情并未像它应该那样发展的演化，这只是众多同类交易中的一个例子。意大利经济日益衰弱，而货币也日益疲软。前端相对于后端本应该被抛售，因为意大利央行要么加息以保护本国货币，要么保持利率不变以免伤害本国经济。

然而恰恰相反。利率前端上升了，而后端被狂抛，因此交易对我极其不利。我决定清仓，但是多头头寸开始下降，而空头开始上升，使得我很难决定放弃哪个头寸。在这个交易中还有一定量的公司的资产，所以我觉得痛楚万分。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不知道怎么办，所以我给一个交易员朋友打电话征求意见，他以前是经纪人。他说："非常简单，打电话给一个你以前从未接触过的经纪人，要他尽快结束交易。该经纪人只关心佣金的多少，因此他会很快解决好。你需要做的最后一件事，就是把交易给那些处于卖方且愿意为你解决这件事的一个朋友。因为，若你在这个交易中停留越久，那么最后你亏损的钱就越多。"

当事情不被理解，或者是虽然能被理解但形势不符合你当初进行交易的初衷而变得糟糕时，你真的应该尽可能快地结束交易。我结束了我的欧元里拉交易额，而这冲击了市场，在退出市场的过程中我又能多损失了一些钱，但是至少我退出去了。

从这次经历中，我懂得了止损是目前为止交易中最重要的一个方面。止损是一件非常难执行的事情，但是如果止损恰当，你将永远不会破产。你应该在市场远未到达接近终点时，就退出市场。

除了意大利交易事件，在1994年债券市场风暴中你还出过什么事？

1994年是我最不走运的1年。那时的处境是如此困难，以至于让我几乎崩溃。尽管我没有生病，但我总是每3分钟就冲向卫生间。先说一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下背景，除了路易斯·培根之外，我是摩尔资本管理公司中最早用自己的资金进行交易的交易员之一。下面这段对话是在1993年。

培根：“你为什么想做交易？”

波特：“你是比我优秀很多的交易员，但是我认为你应该分配一点资金给我。如果你不让我做的话，我只会记得那些推荐给你但你没有做，而结果证明是不错的交易，而完全忘记那些我认为没有用但实际交易不错的交易。我强烈地感觉到，我应该在一个你可以密切跟踪的账户上做交易。”

培根：“说的对，有道理。”

我记得1993年债券市场处于熊市，而我认为市场反应完全过度了，所以我试着尽力保持空头，但是没什么功效。问题在于我处于渴望成功的巨大压力之下，而我又刚刚说服路易斯分配资金给我。于是我也随大流紧跟市场趋势，交易债券多头，我买进的是英国和意大利债券。结果是，第一年结束时我的业绩特别好，利用路易斯分配给我的资金赚了50%。

培根：“这太奇妙了。我觉得应该把你的头寸增加2倍。”

波特：“市场价格似乎太高了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

培根："你不再是为世界银行工作。你不是根据理论基准来进行交易。如果你的资本变成原来的3倍，那么头寸也应该变成原来的3倍。"

这样，头寸被有效地扩大为3倍。结果1994年，全球债券市场崩溃了，而我所在的市场是遭受损失最严重的。我的新资金缩水了15%，扩大了3倍，就相当于我最初的资金下降了45%。路易斯非常焦虑不安，而我就像一头被车灯照到的鹿——完全惊呆了。

培根："这完全无法接受。"

波特："我意识到了，因此我把所有仓位都平了，但是我希望重新开始进行交易。"

培根："好的，但是你再也不能像从前那样缺乏自我约束力了。"

此时，我观察周围被市场击倒的人，开始观察出现的所有异常现象，然后进行相对价值交易，因为我对进行定向交易已经不再有任何信心了。到了9月，事实上，我做得不错了，然而我打算辞职。

波特："我不想留在这里，但是我很高兴我没有损失你任何钱。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

培根：“你说要辞职是什么意思？你的业绩相当不错。1994年存在两种人，一种是亏掉许多钱而停止交易的人，另一种是亏了很多钱而希望尽力赚回来但是却亏损更多的人。在这种糟糕的行情里，我没有听说过任何人能像你干得这样出色。”

波特：“我非常感激你对我的评价，但是……”

培根：“留下来。”

因此，我留了下来，但是这是我生命中最糟糕的一年。我在世界银行工作了10年之后，变动了工作和国家，除了令人沮丧的交易之外，我还经历了生命中除死亡和离婚以外所有其他的悲惨境遇。然而，我很高兴我挺过来了，因为这是我所经历过的最重要的经历。这种结论很让人惊叹——我生命中最糟糕的经历，却变成了我交易生涯中最好的经历。每次一想到这段经历我就会振作起来。

我从中吸取的主要经验是，事情总能变得比想象得更糟糕。永远不能说某事不会发生，因为任何事情都可能发生。考虑到这些，总是需要有适时止损的自律。

这真是让人惊奇，没有多少成功的宏观对冲基金交易者，能在1994年债券市场风暴中有如此的交易经历。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确实令人惊奇，因为那确实是一个难得的大波动。你从未受过威胁，而又始终没有人捕捉到那个趋势。

你职业生涯中最喜欢的交易是什么？

我最喜欢的交易发生在1999年2月，长期资本管理公司解体几个月后，当时人们都认为金融系统会崩溃。在巴克莱资本公司的管理委员会会议上，他们征求我对市场未来行情的观点。

波特：“我对固定收益市场行情看跌。”

委员会：“当世界面临末日时，人们可能会纷纷抢购债券，你为何看跌？”

波特：“4个月以前你们这么说是对的，但就目前的情况而言，那种观点已经完全过时，不适用了。我认为美联储在11月所做的保证其实是个错误，因为在那时事情已经结束。”

委员会：“那么你的投资组合是怎样的？”

波特：“我们持有相当可观的英国金边债券空头头寸。”

委员会：“难道你们不认为那样很危险吗？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

波特：“我强烈感觉到应该持有固定收益空头。我敢和你们打赌，30年期美国债券合同的价格在达到130以前会先跌到110，现在是124.75。”

委员会：“你发疯了吧？”

波特：“不，我没发疯。我愿意和你们赌任何东西，哪怕你让我喝加冰威士忌，我甚至可以给出2∶1的赔率。我强烈感觉这事必定会发生。”

委员会：“你真疯了，为什么不赌一箱雪茄？”

波特：“没问题，我愿意赌任何东西，赌雪茄也可以。”

在1999年10月，30年期美国债券合同的价格为110.08。

委员会：“我们打赌结果怎么样了？”

波特：“这是图表，从我们打赌那天起价格已经从124.75跌为现在的110.08。”

委员会：“给我一份图表的复印件。当你输了时，我会用这张图表点燃我的第一支雪茄。”

波特：“你说得太大胆和鲁莽了。我很高兴听到你这样说，因为当人们开始说这种话时，他们注定要输。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确凿无疑的是，在2000年年初的价格达到了109.24（见图7-4）。

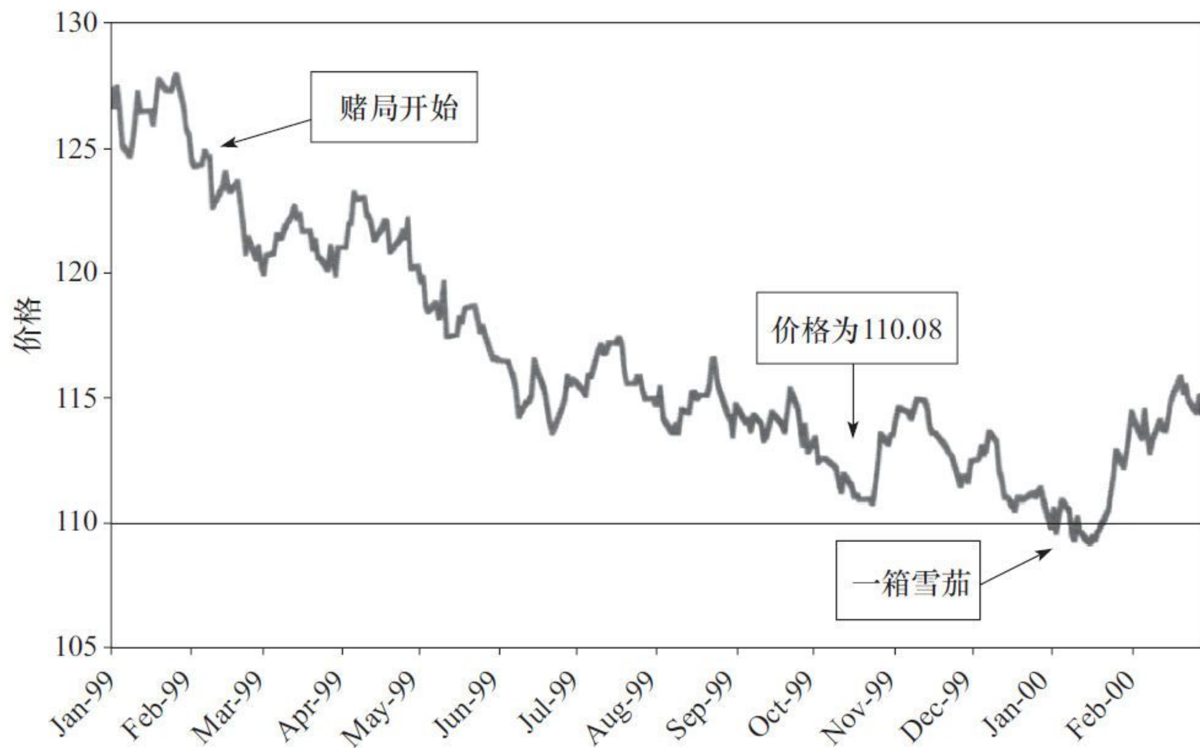


图7-4　美国30年期债券合同（1999～2000年）

资料来源：Bloomberg.

我对委员会说：“我有好消息和坏消息。坏消息是，你们打赌输了，你们欠我一箱雪茄。好消息是，还好我坚持以我的观点来管理巴克莱的资金，而不是你们的观点。”

那是有史以来我最棒的一笔交易。那是一次十分疯狂的下注。一股难以置信的神奇力量支撑着我，结果我赢了。而且那一年我们赚了很多钱，在发奖金之前我赢得了那箱雪茄，真是妙极了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了从约翰·古德弗罗因德（John Gutfreund）的错误中所吸取的经验之外，听起来那次打赌你似乎多少是受了约翰·梅里韦瑟（John Meriwether）的影响。

正是，那是我受《说谎者的扑克牌》影响的时候。

《说谎者的扑克》

约翰·古德弗罗因德：“一手牌，100万，别掉泪。”

约翰·梅里韦瑟：“不，约翰，如果是为了那些数字而去玩，我更愿意用真钱去玩。1000万，别掉泪。”

资料来源：迈克尔·刘易斯，《说谎者的扑克》（纽约：企鹅出版社，1989）。

你推荐你的下属交易员看哪些市场书籍？

我是注册金融分析师（CFA）项目的半公开支持者，因为我认为它是一个覆盖金融所有领域的优秀项目。关于固定收益交易，一个人必须知道其中的机理，法博齐（Fabozzi）的书是经典。

我个人最喜欢的书是《营救华尔街：一群投机天才的陨落》（When Genius Failed），作者是罗杰·洛文斯坦（Roger

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Lowenstein）。这是一本讲述长期资本管理公司的书。我敦促所有的交易员阅读这本书，并对他们说："不管你们认为自己有多聪明，都不可能比这些人更聪明。他们是梦幻组合，但是应该看看他们的不足之处。"长期资本管理公司的这些天才们存在的明显问题是，他们过度依赖用数学模型表达经济学。他们持有这样的观点，即科学的、定量的方法才是唯一的方法。

很有意思的是，人们如此依赖数字只因为它们是数字，而几乎从不关心数字从哪里来，以及数据的稳定性。当数据不科学时，会给人们带来一种错误的安全感。这种方法曾对长期资本管理公司很有效，但是他们完全忽视了一个可能摧毁他们的领域——心理学，更重要的是社会心理学。最终的结果是，他们被自己的心理和市场心理摧毁了。

我认为市场就是心理，除此之外什么都不是，而《营救华尔街：一群投机天才的陨落》一书恰恰捕捉到了这点。它向读者展示了市场的极端行为，以及为什么一个人永远不应该说"不可能"。现在看来，作为交易的背景知识，没有比学习心理学和经济学更好了，因为那是交易所需的最基本的东西。说到这里，我要重新提到学术活动和以前学习行为金融学和经济学的经历。我认为自己是因为拥有如此出色的背景才能做到今天这样，我已经成为心理学和经济学的学者及实践者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你希望自己哪点被他人记住？

我希望自己因对人类思考的进步所做的贡献而被记住。我只是投资界的一个过客，并非特意去做交易。也不知道我何时会结束交易生涯。我现在做交易，只是因为自己喜欢。我不认为成为一名伟大的交易员有多么重要。我并不景仰伟大的交易员，我不认为做交易员是一份必需的工作，也不认为他们对社会做出了什么重要的贡献。他们在执行一种功能，但这种功能并不比银行更有用。

你希望自己有朝一日成为中央银行官员吗？

是的，那是一份吸引人的工作。

成为美联储波特主席呢？

我不知道我是否能胜任。格林斯潘有着生产力时代最敏捷的头脑，他的能力是不能被克隆的，接替他的工作会非常棘手。鉴于当前存在的失衡现象，我无法预测后格林斯潘时代会是什么样子，但那将会非常有趣。幸运的是，历史只是对你在任的时候的业绩做出评价。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章　中央银行官员

苏希尔·瓦德瓦尼博士（英格兰银行前货币政策委员会成员）

苏希尔·瓦德瓦尼（Sushil Wadhwani）博士看上去更像大学的终身教授，而不像一个神气活现的宇宙主宰者，但是如果考虑到他在金融学术圈中的背景与地位，这就不足为奇了。本章的有趣之处在于瓦德瓦尼的学术视角，尤其是他从内部人的角度看待央行和利率政策制定的观点。在英格兰银行成为一个独立的政策机构之后，瓦德瓦尼就职于英格兰银行的货币政策委员会，一干就是许多年。英格兰银行似乎对吸纳一位金融市场专家的加盟很感兴趣，这样做可以适当拉大央行与政府政策之间的距离。

了解中央银行是进行全球宏观交易最重要的一部分，因为利率政策会引发世界经济基础的震荡，并且影响绝大多数金融市场。宏观交易者孜孜以求地紧盯着世界主要的央行。花时间参与主要中央银行的政策制定的基金经理，值得我花时间研究。

1999年，英国财政大臣戈登·布朗选任瓦德瓦尼接替阿兰·巴德，担任英格兰银行9人政策制定委员会的委员，成为其中的4个外部成员之一。在效力于英格兰银行之前，瓦德瓦尼为对冲基金传奇人物保罗·都德·琼斯做自营交易。在那之前，他还曾作为股票投资策略主管，在高盛公司的伦敦办公室工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瓦德瓦尼邀请我去他位于伦敦城的新办公室，在办公室里你可以俯视圣保罗大教堂，还可以看到一箭之地的英格兰银行。他那传统老式的绅士般的礼貌与深思熟虑，更容易让我想到他在伦敦经济学院的教室里，或者英格兰银行的会议室，而不是想到在高盛或都德公司的交易大厅。的确，他温和的说话方式贯穿于我们整个谈话过程之中，这与一个强势交易员的形象完全搭不上边。在一个似乎由快节奏的生活和灯红酒绿组成的世界里，瓦德瓦尼很是与众不同，他更喜欢周末看板球比赛或者陪伴家人。作为一个公认的实用主义者，他把经济学当成理解世界怎样运转的一种方法，把该领域当成积极影响社会行为的工具。他不高估自己的影响力或者价值，并且坦率承认，尽管纪律和方法的严密性在成功中扮演了至关重要的作用，但是运气也是获得成功一个重要部分。

然而，他是全球宏观领域的一位巨人。他从一位高级学者变成一个交易员，然后又能成为中央银行官员，最后又成为交易员。他在投资银行和对冲基金界都做过，而现在他掌管着自己的基金。瓦德瓦尼也许是一个温和的巨人，但是毋庸置疑，他确实是一个巨人。

你曾说过：“生活由99%的运气和1%的其他东西构成。”你还这样认为吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对。当我观察世界——看着自己的经历，看着我所认识的大部分人的结局时，我得出的不变的结论就是——运气在人生中扮演了非常重要的角色。

比如，当我还在伦敦经济学院学习时，我很幸运地遇到了一位帮助我成为一名研究员的教授。经济学院系从前每年都要去一趟温莎堡，而我碰巧在乘车时坐在那位教授的旁边。在旅途接近结束时，他提出要给我提供一份研究助理差事。他对我非常感兴趣，在我人生的每一阶段都鼓励我。

在职业生涯中，运气一直伴随着我。我加入高盛公司，是因为通过上述那位教授的引见，我见到了首席经济学家——加文·戴维斯。他邀请我做学术顾问，然后帮我在高盛公司谋了一份差事。后来，我又在高盛公司认识了保罗·都德·琼斯。

因此，我的生命看起来就像是由一系列快乐事件构成的。

你的学术背景是有助于你的市场活动还是产生了阻碍作用？

我先谈阻碍作用。在我进入市场很久以前我就知道许多传统金融理论在市场中不起作用，但是我却花了很长时间才意识到，市场对一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

条宏观信息未必会做出最理智的反应。在市场中，更为重要的是确定仓位和控制情绪。

一个真正让我牢记于心的例子，是英国一项与股利有关的税率改革，我当时预测股票价格将会出现大幅下降。我于是相应调整了仓位，但是当消息宣布时，股价却出乎意料地快速上涨，3个月后，人们最终消化了税率改变带来的后果，股价也终于降了。现在，研究报告把那个特别的税率变化归罪于FTSE指数表现不佳，尽管这件事距离现在已经有好多年了，但我要告诉你，我在那个交易中赔了钱。

类似的经历告诉我，不管宏观信息对市场价格最终有什么样的效应，我不应该忽视任何可能影响市场价格的其他因素。

因此从那个意义上说，学术背景，至少在早期是个阻碍因素，因为我倾向于仅仅考虑应该发生什么，而这有时与事实会截然不同。

我所拥有的学术背景，毫无疑问有助于我确认影响市场价格的某些力量，而且还可以帮助我建立定量模型。最后，我根据综合判断再斟酌决定绝大多数的交易观点，因此如果一部分模型对我有利，那么我会增加对某笔交易的信心。而且我的基金中大约30%的资金完全依靠模型管理。

我第一次利用模型进行交易，是纯粹出于学术好奇心，这事发生在1986年，当时我还是高盛公司的学术顾问。如今，模型已经明显得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了改进，完全不同于那时了。因此，学术背景当然对我帮助很多。

还有哪些学者对你的思想产生了较大的影响？是以什么方式影响你？

凯恩斯，毫无疑问。我阅读凯恩斯著作的次数多到自己都数不清了。每次我重新认识凯恩斯，都会学到以前未体会到的东西。

甚至阅读他的一些非常简单的东西，例如他在伦敦所作的关于金融市场的年度讲话稿，都会令人神魂颠倒，觉得奥妙无穷。他有效地管理着今天我们所谓的“全球宏观对冲基金”，但他把它称为从事货币、债券、船票和商品交易的辛迪加。

凯恩斯曾负责管理国王学院的捐赠基金，管理辛迪加。他还是一家保险公司的董事长，他同时管理该保险公司的投资组合。这三个资金池拥有不同的目标和时间期限，因此他拟定不同的投资策略以使其符合特定的需求。与此同时，他还撰写学术文章，说服政策制定者。

他的见解是如此深刻而通俗易懂。他用“选美比赛”来解释价格行为。当我还是学生时，我发现理解市场价格的行为要远比传统金融教科书所教的任何东西更有用。

选美理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融学中的“选美理论”的概念，来自约翰·梅纳德·凯恩斯在其著作《就业、利息和货币通论》中描述股票市场参与者行为的一篇文章。凯恩斯把股票挑选艺术，比作是如何正确预测当时许多英国报纸主办的选美比赛的最终赢家。报纸会刊出大约100位女性参赛者的照片，然后要读者选出5位可能符合其他读者一致认为的人选。凯恩斯写道：“这里的挑选并不是根据个人判断力来选出最漂亮的人，甚至也不是根据真正的平均判断力来选出最漂亮的人，而是运用智力来推测一般人认为别人的看法。在这里，我们已经达到了第三个推测层次。我相信，有人还会进入第四个、第五个和更多的层次。”用他的话说，就是选择一个成功的投资，变成了一个预测其他投资者会选择哪种投资的心理游戏。凯恩斯相信，投资和市场价格，最终将由投资者的“动物本能”（羊群效应）决定。

谈到凯恩斯让我想到，不管市场改变了多少，资金管理最基本的原则还是没有变。

对。故事变了，技术已经变了，我认为羊群效应的程度也可能发生了改变。然而持续不变的特征是，要与市场周旋，你总是思考市场能保持多久的非理性状态，泡沫能维持多久，以及投资者偏见对市场价格的影响程度有多大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于金融市场从业者缺乏学术严密性的情况，你感到惊奇吗？

当我刚开始离开学术圈踏入市场时，我对许多的市场实践行为存有疑虑。如果某人在我面前摆出高人一等的姿态来告诉我头肩模式和价格时，我会挤出勉强的微笑，心想：“他们将来会吃苦头而受教训的。”我很快意识到我的态度完全不对。市场让我自惭形秽。

我必须承认纯粹技术型交易员的能干，纯粹技术交易系统的作用已经给我留下了深刻的印象。我同时也被这些利润的持久性打动了。

从某种程度上说，学术界已经在跟随市场的方向改变。当我还是学生时，差不多所有的老师，都告诉我技术分析是垃圾。现在，你可以阅读到一些检验技术交易规则的学术文章，结果显示，平均来看，运用技术分析进行交易是赚钱的。

看到有如此多的人使用技术分析，我有必要了解这种方式，因为模型以及个人买卖在市场中都是存在的。因此，真实答案是，我确实在观察这些东西，任何市场实践者都应该这样做。

你注意到学术界与市场之间还存在哪些差异？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在学术界，如果你恰当地做好自己的工作，就有潜在可能为社会做出更大的贡献。首先，你在培养下一代，而这是一件有意义的事。其次，你会产生可能对后来事件有重大影响的思想。我确实见过一些我以前的同事25年前发表的文章，文章中的观点已经对整个社会产生了巨大影响。

你认为你在英格兰银行所起的作用是否也产生了类似的社会效益？

那样说会显得自大，但是能够有机会参与当时英国的试验进程的一部分中去，当然是件好事。这是比较新颖的试验，建立信用在其中起着重要作用。

有人把英国现时的繁荣，归因于当年的试验和英格兰银行的独立性。那是一种社会收益。

毫无疑问那是一项重要的改革。我本来没有参加，但是如果我们没有进行20世纪80年代劳动力市场的改革，那么这项改革将会困难得多。当时的经济环境较为温和，因为失业率下降了，通货膨胀率也下降了，而这使得央行重新确定利率变得更容易。这样，央行受到外界批评的压力也会比较小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我不想对此轻描淡写，因为它已经产生了重要作用。它使得通货膨胀预期正好下降到目标水平，而这会带来许多福利效应。以前每当油价上升就会存在风险，需要采取紧缩政策确保通货膨胀不会失去控制。而如今，自英格兰银行独立以来，我们已经经历了两次大的石油危机，但都无须采取紧缩政策，因为工资和价格被温和的通货膨胀预期很好地锚定。这是了不起的结果。

通货膨胀波动性的下降还带来了其他好处，比如商业投资更多，不会因预期之外的通货膨胀而产生不公平的资源再分配。同时，财政部也不再太关心宏观管理和宏观稳定，因此他们的注意力得以更多地集中在其他政策制定上，以维持英国的长期增长。

央行官员是否变得更擅长管理，从而降低了市场波动性？

在一些国家的确如此。

我首先来谈谈英国。以前在选举期间，鉴于短期政治考量，政府希望把利率提高到某一水平，这是一件困难的事情，意味着可能出现失衡，进而导致宏观经济不稳定，为从事基金投资的人创造机会。

我并不是说现在不存在经济失衡，事实上失衡已经变得更严重了。但是允许失衡出现，是因为政策是条件反射性的，无法做到先发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制人，这意味着在繁荣之后必定带来萧条。这会导致产出、通货膨胀和利率过度波动，同时也会带来市场参与者可以发掘利用的良好的趋势性波动。

现在的情形是不存在政治商业周期影响利率周期，这意味着政策可以更加主动，而与以前相比，利率的上下波动幅度更小。在这种形势下，全球宏观对冲基金能利用的长久趋势也更少了。在英国是这样，在许多其他国家，包括加拿大、澳大利亚和新西兰更是如此。

美国的情形稍有不同，因为美联储在独立于政治周期制定利率政策这一点上已经稍微领先了。德国和瑞士同样如此，因为它们都已经做得非常好了。在欧洲，西班牙、意大利以及其他国家通过欧洲货币联盟也加入了该行列。其他国家还包括一些欠发达国家，都在迎头赶上。

从历史上讲，央行被市场看成实现阿尔法超额收益的一种来源。你认为现在还是如此吗？

如果其他条件不变，你说的应该没错。

那么当你成为一个对该进程做出过贡献的银行官员之后，为何在机会更少时选择建立一家全球宏观对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金呢？

因为其他条件也发生了改变。现代的中央银行尽管已经在某种程度上降低了经济的不稳定性。然而，因为所谓的“新式”中央银行主要集中关注消费者价格，不再像从前那样关注资产价格的通胀，结果是一些地方产生了严重失衡。现在存在着许多不同于以前发生的失衡现象，因此它不像过去那样，在人为的繁荣后面紧随着的是萧条。我们现在面对的情形是资产价格严重扭曲，有朝一日，它终将酿成恶果；而当它确实发生时，将会出现绝佳的机遇。

一个非常明显的失衡现象是美国贸易赤字使得美元估值过高，而这也正是我们这行业绝大多数人在2004年赚钱的缘由。其他的失衡现象也无处不在，澳大利亚、新西兰和英国的房地产市场，这些扭曲未来会得到纠正或现在正被纠正，但是要知道泡沫何时破灭，总是一件很困难的事情。泡沫在导致宏观经济遭受破坏的同时，也会给全球宏观基金带来机遇。

我最近和一位对冲基金经理讨论了这个现象，我们一起得出一个术语“完美悖论”，其含义是：当中央银行已经表现得很完美时，令人匪夷所思的是，完美却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造成了过度的风险承担，产生了其他问题和无处不在的失衡现象。

确实如此。这是一个很形象的概括，最近各国央行担心的正是这些问题。当你创造出一个低通货膨胀、产出增长，市场低波动，以及伴随稳定或者上升的就业率的经济环境时，如果对资产价格扭曲这些问题置之不理，那么就是在积累麻烦。

央行有可能会走出困局。艾伦·格林斯潘明显认为，他已经通过对泡沫破灭采取先发制人的措施实现了软着陆。但是美国经济是否已经摆脱困境，大家仍持有悲观的看法，而且看看这些无处不在的失衡现象，不得不深思。虽然我对于资产价格扭曲的担心，完全有可能是杞人忧天，但至少不能排除这种危险的可能性。

事实是，全球宏观对冲基金在任何情况下都面临机遇。而从某方面来讲，我们在全世界范围内所面临的失衡，能够为我们在将来赚钱提供更大的机遇。

关于资产价格，格林斯潘或英格兰银行应该采取什么措施？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定资产价格目标或者过度注重通货膨胀的数字都是错误的，我认为他们应该把资产价格扭曲与货币政策的制定更紧密地结合起来。

当英国的住宅价格趋于泡沫化时，本应该做的事情是向英国公众宣布：央行并非仅根据两年后的通货膨胀预期而确定利率水平，相反，央行有更长远的考量。毕竟政府已经给了央行在任何时刻制止通货膨胀的授权，而不仅仅是两年。如果央行允许泡沫产生，那么实际上就是在为将来制造不稳定性。

从原则上看，为了预防不稳定性，利率水平本应该设置得更高，应该比两年内的通货膨胀目标更高。对公众的解释本应该是：“好的，我们现在设置的利率已经在以两年期限制定政策的基础上进行了超调，但那是因为我们更关注随着时间流逝更长期限内的稳定性。”

如果我们那时已经做了这些，那么会对住宅市场预期造成重要影响，从而会有助于抑制房地产泡沫。在任何泡沫现象中，管理预期至关重要。格林斯潘主席本应该在他1996年12月发表的《非理性繁荣》的讲话之后，对股票市场采取更多的措施，可他没有那样做。

格林斯潘总认为当泡沫破灭后采取措施对付泡沫，比在预先抑制泡沫更有效。而我的观点恰恰相反，因为你可能会事先觉察泡沫的出现。现在，我们可以看到美联储文件，得知甚至早在1995年年末，他们就已经开始担心股票市场泡沫的出现。因此1996～1997年出现的困

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境，并不是因为他们没有发现泡沫，而是他们发现了，却出于谨慎而没有采取行动。

作为中央银行官员，你获得了哪些在都德和高盛没有得到的东西？

绝大部分是从事这份工作所带来的个人乐趣。作为一个学生和经济学家，你只是旁观政策制定者所作所为，但如果能够有机会亲自对政策的制定发挥某种影响力，那感觉实在是好极了。

关于其他方面，我希望自己对中央银行家如何思考和对信息做出反应有更好的理解。有时，市场很兴奋，跟随一些支离破碎的个别信息而波动。在央行工作，你就知道这些零碎的信息发挥的作用往往比市场所认为的要小，尤其是那些引起市场反应的似是而非的小道消息，更是没什么用。央行趋向于采用平滑后的数据作为决策依据，因为这个月很微弱的某类数据，往往下个月会变得非常强大。趋势就是把你在月度水平上接收的信息作为一个整体来看。

在制定政策的过程中，使用了多少市场价格和市场波动的信息？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们都会观察市场和市场行为，但是最终，我们只根据自己对经济的看法制定政策，而不是根据市场状况。有时，一位同事会说：“我们这个月不应提高利率，因为它对市场影响太大。为什么不发布一个带有强硬信号的会议纪要而等到下月才加息呢？”

流行的主流观点通常不赞成那样做。我们总是认为现在应该做的事——为什么还要再等一个月？如果他们感到惊奇，很好。他们会得到一个教训，就是他们应该密切关注数据。

自从我离任后，我确实发现了引导市场的更大趋势。那是美国一直都在做的事，而在英国则是最近才逐渐开始这样做。在面临通货紧缩风险时，引导市场和管理那些市场所忽视的东西就更加重要了。如果我们面临通货紧缩的严重威胁，那么沟通和可信度将是至关重要的。

你认为通货紧缩仍然是大风险吗？或者你认为我们已经摆脱了通货紧缩？

如果说我们已经摆脱通货紧缩，这会显得自满。人们必须正视这样的事实，即绝大多数国家通货膨胀率还是极低的，我们离通货紧缩风险只差一步之遥，我们都知道后果的严重性。同时，通货膨胀与通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

货紧缩两极之间的摇摆幅度可能会很宽，只要到达通货膨胀的零线，就会为全球宏观对冲基金交易员创造另一个新机遇。

哪个中央银行官员给你留下的印象最深刻？

从长期来看，还是格林斯潘主席，虽然我根本不认同他在资产价格问题上的做法。他对经济的感觉和事情的发展趋势几乎不同步。他在制定政策时采取常识性的、灵活应变的态度，而且不会因循守旧，更不会教条化。他非常注重实效，而且能够出其不意，这恰恰是关键所在。

在你的职业生涯中哪位全球宏观对冲基金交易员给你的印象最深？

我能不能讲两个人？如果可以，那么，首先我从保罗·都德·琼斯身上学到了很多东西。他对市场历史的渊博知识以及触类旁通能力，无人能出其右。另外一位是都德公司里一个叫作马克·赫芬南（Mark Heffernan）的人，他当之无愧是我所见过的最富有洞察力和远见的交易员。他通常能够在趋势成形之前发现它，就像他有第六感一样。我总是把他当作价格建立过程的领先指标。毫无疑问他很爱看书，对控制大风险有很强的自我约束力。保罗和马克真是我在圈内见过的最优秀的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在你和保罗·都德·琼斯一起工作的日子里，你从中吸取了哪些经验教训？

我从他身上吸取的其中一个经验是，良好的防御是第一位的。这是很宝贵的经验。从保罗身上学到的另一个是思维要灵活。不管你有多么相信某事或者认为事情是多么的条理清晰，都需要做以下两点：第一，愿意承认自己有可能出错；第二，即使从中期来看你可能没有错，也能够平仓。

外界盛传着几个有关保罗的灵活性的轶闻，而我则亲身见证了好几次。你可能在早上同保罗谈话时他还持有多头。第二天，市场可能下滑，你可能会担心他已经亏损了。但是当你再次和他谈话时，可能会发现他已经改变了主意，已经从多头变为空头。他非常灵活多变。在这行中，不因循守旧和不固执己见显得非常重要。

同时，学术知识也可能具有锚定作用。现在，尽管我还是利用中期视角进行交易，否则我对自己的交易将会没有信心，但我已经学会了随机应变地暂时放弃中期视角，选择平仓止盈，再等待一个更佳的进入市场的机会。我在保罗的帮助下，学会了把自己的学术知识与市场经验灵活贯通的方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格林斯潘和保罗·都德·琼斯一样灵活吗？他能成为一名优秀的对冲基金经理吗？

格林斯潘对人能战胜市场的能力表示怀疑。他拥有成为杰出基金经理所需的全部的智力和灵活性，但是一个人应具备自信。他广为人知的对人能“智胜”市场持有明显的怀疑态度，有待商榷。如果你不相信自己正在做的，那么持有大头寸时就会坐立不安。

当招聘人员时，在全球宏观对冲基金领域存在着你认为标志着成功的特定技能或特定品质吗？

我会看这个人是否具有良好的风险控制力，这对于我来说是第一位的。我寻找的第二样东西是他们的技能带来的某些优势。第三样东西是他们是否很好相处，个性太鲜明、棱角太锋利的人，在这里是待不长久的。

是什么促使你熬夜管理自己的资金？这与你作为政策制定者或都德公司的交易员时熬夜的驱动力是一样的吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一个政策制定者，你担心的是下一个决策以及自己是否在犯错误。虽然你提醒自己说25个基点最终也不会产生太大的影响，但它可能会影响数百万人的生活。

而管理基金的压力完全不同。你的客户很信任你，而你感觉应该为他们的资金以及自己的资金负责。你担心事情会出乱子，因为极端事件确实会发生，而且可能会破坏你精心制定的策略。

你度假吗？

不算多。甚至在度假时，我也时刻关注市场。在复活节或圣诞节度假会比较轻松，因为平均来说，此时市场的坏消息会较少。除此之外，会始终担心与市场失去联系。全球宏观对冲基金市场始终处在变动中。

你怎样定义全球宏观策略？

全球宏观策略，已经演变成基金经理可被授权做任何他认为应该做的交易。

在创立我的基金时，我把投资风格定位为“全球宏观的窄端”，表示我的基金将对股票指数、利率和汇率作传统宏观定向押注。目的是采用多种投资策略，因为事实上任何投资品种都有一个宏观维度的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

影响因素。没有任何理由不这样做，特别是你已经从市场上的许多人那里学会了如此多的投资策略。

当我在都德公司时，我从那些做股票多头或空头的交易员身上所学甚多，因为他们通常在个别经济中的趋势还体现在宏观数据之前，就已经识别出了。类似地，从事固定收益相对价值交易的那些同事能帮我找出收益曲线上反映宏观利率的最佳位置，这也很有价值——对于我们做出最佳的宏观交易，作用很大。因此我举双手赞成。

你能进一步解释一下你的“传统宏观”交易风格吗？

我把我的投资组合分成两部分：一部分是策略性的短期投资组合；另外一部分是长期的核心投资组合，我通常会长时间持有该头寸。

在很长时间内我会持有许多较小规模的、期望值不同的赌注，目的是赚点小钱。然后，当大事件发生时，我会在原来的交易中补充进大赌注，从而希望赚更多的钱。通常，我会在投资组合中包括20～30个不同的小规模赌注。很明显它们相互之间存在某种关系，我会尽力让它们之间有区别。

当你建构头寸时会使用复杂的风险管理和分配系统吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我会使用一堆复杂系统加上简单的计算，比如，是否我的每一个头寸都达到了止损点，是否所有的头寸明天到期时会一文不值？我会亏损多少？我是否对该数目满意？如果我不满意，我必须重新审视风险。

关于风险管理，我发现通常富有经验的交易员的简单观察，远比你从学术界所得到的最为复杂的技术模型的分析更有价值。从学术界所得到的最复杂的技术模型分析，会使你在正需要它们的时候备受打击。

在你下“大赌注”时，存在着某些标志性变量吗？

首先，必须存在大的价格扭曲。其次，我会等待某些催化剂确认该价格扭曲即将得到纠正。催化剂可以是技术，可以是新闻，也可以是资金流向。总之是一些可以使我跟踪的交易即将会启动的东西。

你从哪里可以得到信息用来确认价格扭曲？

各种来源。我们公司拥有一个规模适度的研究部门，我很大程度上依靠他们。我当然也阅读华尔街研究报告，上面有许多很好的观点，而且你可以知道舆论在想什么。我同其他基金经理交谈，和其他华尔街以外的顾问交流。我同样会和一些关注某些国家和产业细节的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分析师交谈。有时我会和政策制定者交谈，或者是以前的政策制定者。总之，从一大堆人那里获得这种信息。

当得到催化剂后，你用几种工具进行押注，还是选择其中一种你认为最优的手段进行投资？

尽力挑选出你认为效果最好的工具，这样做最好。因此，我会努力集中采用报酬／风险比例最吸引人的投资工具。

你记得报酬／风险比例最好的一次交易吗？

我的确记得，事实上，那是运气。

在1997年11月，33位经济学家全都建议英国不要改变利率，正如预期一样，英镑迭期空头的定价建立在利率不变的基础上。英格兰银行在此之前一直在采取加息政策，但是在9月，他们发表声明说他们未来将停止加息。利率变得像比萨饼一样平，成为了迭期[1]定价的依据。事实上，在那之后，每一项经济指标都很强劲。但是英镑迭期空头的价格还是没有变化，这是因为央行已经说了它们会暂停加息。

我依然记得在消息宣布的两天前，我认为货币政策委员会不会讨论定价的事，因此我可以卖掉一份即期合约（在12月）。那样的话，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我错了而且他们没有采取任何措施，我会损失1.5个点；而如果我对了，我可以赚取23.5个点。

因此，我决定做一个小押注。结果他们加息了25个基点，我想我那天赚了5%。对于我来说是个好日子——一个非常好的日子。我再也没有碰到这样的好事，再也没有碰到这种报酬/风险比例的交易机会。

当你后来加入英格兰银行时，你会把这件事讲给你的同事听吗？

没有。天啊，当然没有讲。如果讲出来就太糟糕了。

你最糟糕的交易是哪次？

是1998年的美元/日元交易，事实上那是我羞于启齿的事，但是我确实被美元/日元的汇价将会达到180的谣传和华尔街的研究报告迷惑了。

中国开始抱怨，因为它没有相应改变汇率，因此与该地区的竞争对手相比正失去竞争优势。今天看来，具有讽刺意味的是，事实上，部分原因是它处于美国压力之下才保持汇率不变的。美国担心会出现下一轮亚洲货币贬值危机，而如果发生这种事，那将十分可怕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我记得一两个朋友对我说，他们认为因为中国的抱怨，美国会出手干预日元汇率，糟糕的是这并未引起我的足够重视。接着在1998年6月中旬，美联储联手日本央行出手干预。我记得该事件发生在下午，美元/日元的汇价像石头一样下落，当天收市时，下降了8日元（见图8-1）。

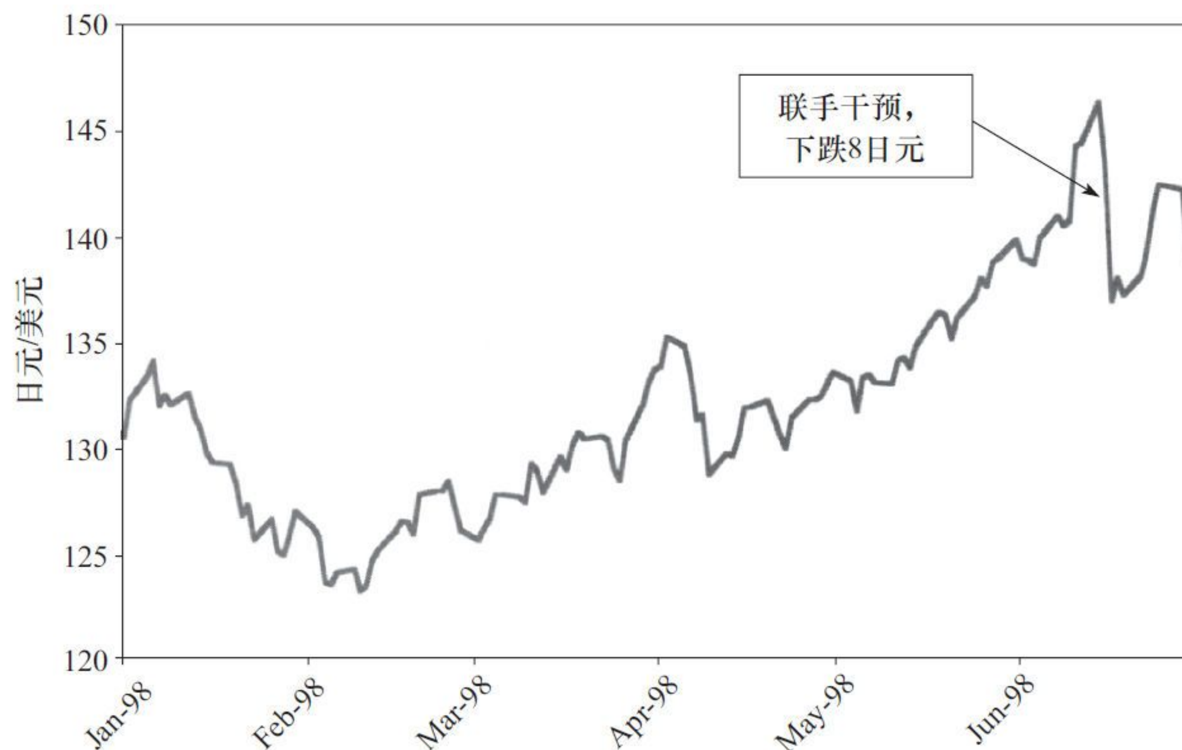


图8-1　美元/日元（1998年）

资料来源：Bloomberg.

那是很痛苦的经历，但是许多人都持有美元/日元多头而使情况变得雪上加霜，因为你遭受了那些未来与已无关但却因为头寸的崩溃而变得相关的抛售。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就盈亏而言，这是个极其狼狈不堪的一天，但是我最大的遗憾在于我没有遵守正确的风险管理规则。首先，根据定价模型，我知道美元/日元的汇价已经超出正常范围，然而因为被流言所惑，我对定价模型置之不理。其次，我没有重视政治。当出现直线似的上升或下降，而又遇到政治抵抗时，你最好提高警惕重视它。

这一事件过后，你是否秉持怀疑态度阅读华尔街研究报告？

是的，确实是这样，但是阅读研报还是很重要，因为你可以知道舆论情况以及人们在想什么。但是涉及交易，你还是要自己做研究，自己做决策。

你为什么违反风险管理规则？出于贪欲吗？

是的，正是出于贪欲。最诚实的答案是当交易不错时，你会变得有点自满，而这正是你不应该的。昨日的盈亏终究是昨天的事，已经成为历史。

当出现干预时，你当时退出市场了吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的，没有理由不退出。我有自己的止损点，当达到止损点时，我尽我所能在第一时间退出市场。当止损点被突破时，不要问任何问题，你要做的就是退出市场。

你曾经忽视过止损措施吗？或者在退出市场之后又重新建仓？

我从未忽视过止损措施。理由是，在达到止损点时，你应该马上止损，否则就没有机会了。现在你问到一个最微妙的问题，即是否重新建仓，这就引出了另一个问题，那之前为什么要停下呢？我通常会休息24个小时，然后再看自己的状态是否适合继续操作。

休息的原因是我希望自己远离市场，不再持有头寸。我希望静心思考所有的观点，观察是否是两次进行交易的好机会。试图以雪耻和弥补损失而重新回到交易，这是一个糟糕的想法。

那么，现在的好交易有更好的价格了吗？

是的，但是需要一个说法，这样你才会自信，即你知道市场所没有发现的事情。为了平衡，我通常会建构用即期和期权交易混合而成的组合交易。即期交易头寸我会设置止损价，如果我错了，我会感到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荣幸。如果期权变得几乎一钱不值，我会一直持有它，因为如果从中期来看是对的，我还是会赚回来。

你在1991年写了一篇论文批评金融市场的无效性和“短视”，你现在还这样认为吗？

许多市场的无效性始终存在。很明显，一些特定的异常现象可能因套利活动而消失。因此，1月效应（January effects）和小盘效应（small cap effects），这种简单东西可能不会如以前那样明显了。现在你跟随大众策略，比如，固定收益的相对价值策略或可转换债券，有可能你没以前赚得多，但是市场上始终存在异常现象，而且有可能已经产生了新的种类。

从根本上说，其中有一些失效还是以前那些没有发生变化的事物的衍生产物，比如市场缺乏长期投资。我们所有人只集中关注市场很短期限的收益状况，而没有耐心持有到期；否则，世界上你现在所见的一些异常现象将不会存在。因此短视还很普遍，而这导致一些异常现象的持续和新异常现象的出现。

认为市场有效的人说，如果走廊地上有100块钱，总会有人捡起。而我的观点是有时候确实会被捡起，但是有时候会出现新的100块钱。

全球宏观对冲基金市场是零和游戏吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绝大部分市场是零和游戏市场，因为所有人都有交易的对手方。在股票市场中，实际上存在财富的创造。几乎绝大部分市场接近于零和游戏，你应该努力去击败别人——交易中的对手方。

在抵抗交易对手的过程中，对冲基金有优势吗？

是的。举一个简单的例子，对于一条信息，对冲基金经理会比大机构做出更快速的反应。大机构会经过委员会会议、开立头寸报告以及经过所有的各种程序，最后（几星期后）才做出反应。机灵的对冲基金与央行相比无可争议地拥有优势，因为央行反应也同样迟钝，而且它是非营利机构。

你寻找哪种类型的市场有效和异常现象——结构型、制度型还是法律型？

所有上面的类型我都需要，尤其是行为异常现象，比如说缺乏长期期限的交易者。

谈谈从异常情况获利的事情吧，你理想的情况，是锁定5年投资者，还是管理自己的资金？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两种情形都可以，但是前者很难碰到。后者的话，我所敬重的好多人都这样做。他们认为这是随着时间流逝唯一可能赚钱的方式，因为那样你可以真正地以长期观点持有头寸。如果你操作正确，这是赚取可观收入的真正途径。

如果真可以的话，那是赚钱的好路子。

噢，是的，那绝对是。我见过有人因此而赚得盆满钵满的。

有个经典玩笑：长期交易员与短期交易员有什么区别？长期交易员是闷声发大财。

对，确定无疑。我确实听说过有人走那条路而且做得特别出色。有多少人因此而发了财，很难有公开的统计数字，但如果能统计的话，会吓你一跳的。

从长期来讲，你怎么看待这个世界？

对全球宏观对冲基金界的人来说，关键问题是，美国的失衡将会如何发展；世界将怎样调整以适应中国；在某种程度上，世界怎样适应印度；日本能重新回归可持续增长和避免通货紧缩吗。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我当然希望美国会渡过难关，但是失衡是如此严重，因此更可能的是前景黯淡。

关于世界将怎样调整以适应中国，我认为经济调整会比一些政治议题更容易。随着中国越来越强大，各种潜在的爆发点和许多潜在冲突都会出现，尤其是当中国变得越来越自信时，而我认为他们会这样。

关于日本，事情已经明显得到改善，但是他们累积了太多的问题。或许，日本将来会出现通货膨胀，而这可能是他们摆脱困境的唯一一条出路。

[1]实际上是2个卖权和1个卖权的组合。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章　网络达人

彼得·席尔（PayPal公司前CEO及联合创建人，Clarium资本）

彼得·席尔是全球宏观领域的一个谜。尽管不少基金经理因成功和守口如瓶而闻名，但是席尔在谈到有关他的企业——Clarium资本公司（一家位于旧金山的全球宏观对冲基金）的事情时，却非同寻常地坦诚相告。自从公司2002年10月创立以来，它给初始投资者带来了3倍多的回报，旗下管理的资金已经超过了10亿美元。Clarium资本公司在2003年和2005年业绩非凡，每年的净收益都超过了50%。

在其他方面，席尔也与其他绝大多数全球宏观对冲基金经理不同。别人在创立自己的基金之前，往往在投资银行或基金公司任职，但是席尔却不一样。他在1998年创立了一家网络公司——PayPal公司，并在网络泡沫破裂后不久的2002年2月在纳斯达克上市，市值高达10亿美元。然后，他在6个月后以15亿美元卖给了eBay。当被问及此事时，席尔把自己的全球宏观视野和作为技术型企业家取得的成功联系在一起。结果，自从创立Clarium资本公司以来，他的投资都集中在泡沫破裂相关的主题上。其中大多数现在都被证明是正确的，比如持有债券多头、做空美元、持有能源的多头，唯有他关于持有股票空头的预测还在等待开花结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

席尔兴趣广泛，是一个深刻的思想家。他获得了斯坦福大学的哲学和法学学位，从事过律师行业，在瑞士信贷银行金融产品部做过衍生产品交易。在创立PayPal公司之前，他管理自己的风险投资基金。同时，他也被誉为国际象棋大师，并且是加利福尼亚州前数学竞赛冠军。除了管理Clarium资本公司之外，在民主党内他表现积极活跃，经常在自己的家里邀请名流，比如米尔顿·弗里德曼举办沙龙聚会。更令人惊奇的是，他只有30多岁。

但是成功往往招致嫉妒，不少人质疑席尔获得超额收益的能力是否可持续，质疑他的成功是否来自运气。然而，关于他的成功究竟是归功于运气还是才华的争论，可能是毫无意义的。自从他创建自己的基金以来，他特别善于观察、阐释并表述这样一个高屋建瓴的看法——在后泡沫时代，通货紧缩的冲击已经渗入整个经济与金融体系中。事实上，在泡沫产生与破灭的过程中，席尔都赚了不少钱。

席尔的办公室位于旧金山市商业区的加利福尼亚大街，我去拜访时，看见办公室里聚满了被我称作席尔左膀右臂的人——一些年轻、智慧非凡且忠诚勤奋的同事。他们当中许多人学术能力测验的分数高达1600分，许多人是高中毕业致告别词的优秀毕业生代表。这些睿智的人脱颖而出，先是入读斯坦福大学，后来进入硅谷工作，而现在效力于一家迅速成长为著名对冲基金的基金公司。来自PayPal公司的不少雇员，席尔已经让他们成为富豪，他们有什么理由会不忠诚呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当席尔说话时，他的自信心就自然而然地已经流露出来了，当说到放弃收取基金的固定管理费时，他对自己能力的自信更是表露无余。他解释说，毕竟，即便他没有吸收外部的资金，他也还是要管理好其中的自有资金。然而，他希望因自己的成功而得到回报，他收取所有利润的25%，而行业的惯用标准是20%。

在泡沫破裂后的市场，道路依然崎岖不平。这包括经济失衡、房地产泡沫以及股票市场变得日益不堪一击。面临摇摇欲坠的经济，席尔也许还可以依然披荆斩棘，昂首阔步前进。

让我们先谈一下你丰富多彩的背景，你是怎样踏进全球宏观对冲基金业的？

我的道路曲折离奇，刚开始时学习哲学，然后改学法律，在1996年进入全球对冲基金业之前，我从事过衍生品交易。当创立我的第一个对冲基金时，我就知道全球宏观交易适合我。全球宏观策略以前是、现在还是最有前途的投资方式，也是我大展身手的地方。

当我1996年进入这个行业时，索罗斯时代的传奇光环已经开始消退，但我仍被说服并相信全球对冲基金业还是一个投资的好领域。全球宏观投资策略拥有广泛的投资范围——允许全球宏观对冲基金经理从任何存在价值的地方赚钱。他们不被一些狭隘的指示所束缚，比如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可转换套利的限制或者类似的指令；否则，在那样的情况下，经理们就成了受到风格束缚的盲人。

全球宏观策略要求广泛地思考世界，而这让我的丰富经历有了用武之地。我走过的道路并不平坦，但这给了我所必需的丰富经历。

你什么时候发现自己擅长全球宏观策略的？

在2000年春天，当我们为PayPal公司筹集资金时。那时公司拥有优秀的产品，但是需要时间和资金去发展业务。同时，我们正关注股市泡沫，我看到在帕洛阿尔托（Palo Alto）出现了资产价格飙升现象。我们相信通货膨胀会加剧，募集资金会很艰难。我们在2000年3月筹集到了1亿美元，那时正处于泡沫的高峰期，筹集到的资金，比我们在短期内所需的资金要多得多。3月31日，我们结束了募集，那是市场进入剧烈下跌的前一天（见图9-1）。我们所筹集到的资金，给我们提供了把PayPal公司建立成一个强大企业的支持。如果我们随波逐流和其他人一样只见树木、不见森林，那么就不可能预见到这次“森林大火”的到来，就会和其他人一样葬身火海。此次事件真正让我们感觉到全球宏观视野的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图9-1　纳斯达克综合指数（1998～2002年）；PayPal公司（2002年）

资料来源：Bloomberg.

事实上，你筹集到了比改善PayPal的资产负债表以应对即将到来的冲击更多的资金？

尽管我们不希望出售太多股权，但发行股票时筹集到的资金，比所需的资金要多，我从一开始就留意到泡沫在膨胀，并且我从日本的泡沫经历中也吸取了经验教训——经济恢复元气会非常艰难。再去咬一个酸涩的苹果，不会是一个好的选择。假如我们没有筹集到那么多钱，那么PayPal的未来也不会像现在这样有保障。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有哪些线索标志着末日即将到来？

除了人们所熟知的指标——令人瞠目的高定价，其他一些证据也很明显。投资者的行为严重缺乏理性。投资者在对PayPal的业务一无所知的情况下，争先恐后地投资我们。一位韩国的投资者汇钱给我们，但在文件上却忘记了签名。在帕洛阿尔托，我们的周围，那里是金融风暴发生的中心，同类事情大量地发生着。

有意思的是，造成泡沫（或者说没有成功遏制住泡沫）的一个因素是全球宏观投资的缺乏。到20世纪90年代末期，许多大的全球宏观对冲基金，比如量子基金和老虎基金，通常因在泡沫中投机遭受巨大损失而倒闭。与此同时，股票指数表现却如日中天，达到了峰顶，在2000年3月资金到了前所未有的高水平。股指投资者不去思考指数是否过高，盲目地大量购买股票指数。这完全打破了平衡——在没有全球宏观对冲基金的情况下，也就没有足够的资金抗击泡沫。

你说过PayPal是运气和才能的复合体，那么你认为在管理资金时也需要如此吗？

就像人们所说的，机会只垂青那些有准备头脑的人。当技术繁荣时代开始时，能够在硅谷工作，对我而言是幸运的转折点。但是如果

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要利用这些机遇，还需要在第一时间识别机会，然后组建团队把我们的见解付诸实践。

这对于眼下的全球宏观投资也同样适用。现在存在许多非常严重的经济失衡现象，也存在良好的机遇，但是需要我们更加努力地去利用。

在经营自己的技术创业公司多年之后，你是怎样做出创立全球宏观对冲基金的决定的？

在PayPal被收购之后，我决定管理自己的资金，并且更系统地关注全球宏观。我们思考着为我自己以及首个基金的创始投资设立一个积极进取的家庭资产管理办公室，也就是Clarium公司。我认为吸收外部资金也是有意义的，因为在机会来临时，我们的投资观点是可以扩大到更大规模的。因此我们建立了Clarium资本管理公司，在PayPal被收购后的几个星期就向外部资金开放了认购。

为什么全球宏观交易是现时最好的交易？

有两个最根本的原因。全球宏观交易提供了最好的投资机会，而且它可能也是最激进的投资风格。而在20世纪90年代末对冲基金激增时期，人们对全球宏观交易的热情有所下降，造成对全球宏观对冲基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金的投资不足，创造了巨大的机会，而其他玩家忽视了冲击经济机体的泡沫所造成的系统性扭曲。

从大背景上看，全球宏观投资策略本质上十分诱人。没有比思考世界怎样运行更迷人的事情了。全球宏观的部分乐趣在于，人们如饥似渴地探究恰当的问题和正确的答案。能够提出自己的问题，而且问题是可以解决的——答案能够告诉你一些关于世界的新的和重要的东西，这是一件多么惊险刺激的事情啊。

如果人们开始汇钱给你，并附带没有签名的文件，那么你会开始担忧全球宏观策略交易吗？

如果真得发生了那种事情，我们会担忧，但是我们离那种情况还很远。自从经历了上次泡沫危机之后，我敢充满信心地说，全球宏观对冲基金业现在还不会出现这种情况。

与创立科技新公司相比，创立对冲基金有何不同？

从许多重要方面来说，两者所需要的经历类似。两者都需要时间来开展工作，对愿意持有长期观点的经理和投资者给予回报。创办新公司是建立了一种业务，而这需要通过多年准备。与此类似，我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资主题可能需要几个月或者甚至几年才能成熟。两者都需要远见和耐心。

你的研究过程与你在PayPal是类似还是不同？

两者其实都是为找寻一个伟大的想法，但是在那之后，处理过程很快地发生了偏离。在科技公司创立初期，选择是无穷无尽的。你可以和公司、政府或者消费者合作；你可以选择自己的产品；你可以选择在任何你喜欢的地方设立公司。但是随着时间的流逝，历史开始支配未来。我用下国际象棋打比方，在游戏刚开始时，你可以任意移动棋子，但是随着游戏进行下去，你就被锁定在某一个策略当中。然而，在全球宏观对冲基金业中，选择面依然很广。每一天都是崭新的一天——你可以交易任何产品，投资任何市场，基本上不受上个星期、上个月，甚至去年所发生的事情的限制。这也许会令人气馁，但它同时也使工作更有趣。

相比较而言，对冲基金投资更富有挑战性。在对冲基金里，每件事都完全透明——投资者可以看到你的头寸，这意味着你随时都可能被评估。而正是因为这种实时监控，因此从事对冲基金与经营新公司相比，情绪波动更大。盈亏的每日波动大部分都是正常的，但是它可能引起员工情绪的波动，或兴高采烈，或沉闷压抑，因此管理这些情绪波动也是管理基金很重要的一部分。对于投资者，我们尽力让投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期限和风险保持透明，这样他们就会对我们的投资风格感到满意。我们和那些偏好宏观长期投资的投资者保持着非常好的合作关系。

如果你认为有些投资者是短视，那么为什么要吸收机构资金？

不存在完全一样的投资者和基金。如果你能够找到对你的投资风格感到满意的投资者，那么该投资者就可以成为你的资源，你可以将其吸收为客户。我们感到很幸运，因为我们拥有理解我们投资方法的投资者，并且对他们带来的资源感到很开心。投资者同时也是很好的信息来源，他们愿意向你提供优质的信息，即使你最终可能会得到不同的结论。

当投资者选择基金经理时，应该寻求具备什么品质的经理？

即使一个经理拥有长期令人羡慕的收益记录，但是哪些收益在多大程度是来自基金经理的管理技能，以及在多大程度上来自运气，这很难量化。这也使一般的量化尽职调查分析变得很困难。相反，投资者应该认真倾听基金经理的观点，考虑他的分析是否有道理，分析是否紧凑或者新颖，结论是否有依据，投资者应该努力理解其思考过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

程。如果听起来似乎有道理，那么相互之间的互动应该是有效的。这就是让投资者对我们的投资策略感到满意的做法。

投资者应该在充分的尽职调查和参与收益分配之间取得平衡。对于宏观对冲基金投资者来说，要想取得平衡是一件更困难的事情，因为宏观对冲基金可能在很长的时间内只进行少数几个主题交易。因而在全球宏观对冲基金里，几年所获得的满足感，其他种类的对冲基金几个月就可以得到。但是在等待的这几年内，投资者可能会放弃一部分利润而承担巨大的机会成本，而那些有几年成功记录的基金经理，通常向新的投资者关闭大门。投资者一旦得到相当程度的满足时，即使不是完全满足，也会变得愿意继续投资。

你放弃年度管理费用，是为了鼓励投资者向这一不合理的收费开火吗？

我希望尽可能地使委托代理问题最小化。为了达到这个目的，我们不收取年度管理费用，而且我把几乎自己所有的流动资产都放在基金里。

困扰我的事情一直是金融界存在已久的代理问题。金融企业的动机通常与它们客户的动机相反。一个经典的例子是，股票经纪人往往会频繁地买卖客户的股票以赚取手续费，而不管这种操作是否真的有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利于客户资产的增值。最近一个更令人吃惊的例子，是许多基金征收年度管理费。在20世纪90年代早期，收取管理费还是有些道理的，因为那时基金规模相对较小，基金需要通过这笔费用应付营业成本的支出；此外，那时稳健的投资回报，远远超过了投资者交纳的管理费用。而现在，情况完全不同——基金可以迅速地筹集资金，但投资收益却低得可怜。基金经理可以通过收年度管理费而大赚一笔，随着投资回报率的下降，2%的年度管理费用正在成为投资者的沉重负担。

当然，在某些情况下收取一定的管理费用是合理的，比如规模或者投资服务会占用大量的企业资源的时候。但是大部分时候，存在着激励问题。我认为管理费将来会成为了一个重要问题。在更好地实现我们的利益与投资者的利益平衡方面，我们尝试起到表率作用。

你认为自己可以管理多大规模的基金？

我的目标是建立一个可以获取最大绝对回报的世界级对冲基金，从我们对宏观经济扭曲的规模的分析上说，我们可以有效管理几十亿美元。这是宏观对冲的一个优势，如果其他类别的对冲基金可能管理比如说10亿美元，宏观对冲基金则可以远远超过这个规模。

你现在管理着一些相对集中的投资主题。如果你现在管理数十亿美元的资产，情况还会如此吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对。投资主题的数量并不可能和资产规模同比例增长。市场已经变得高度相关——新兴市场的价差已经和垃圾债券以及信用减价联结在一起，而这反过来又能与美元和高科技股相关，那些相关性的紧密程度已经达到了历史新高。结果是，非常广泛的多样化既不切实际又不可取。然而，相互联系的扭曲程度却极其严重，因此主题是可扩展的。通常，在给定期间内，我们业绩的很大一部分来自有限数目的交易，但就生活或投资来看，情况通常也是如此。

你从哪里获取基本信息？是什么推动你的研究进展？

我的研究团队有9个人，他们的大量时间用来阅读、观察市场以及验证他们的理论。我也广泛阅读，但是我会花许多时间与内部和外面的人交流，一旦我们的内部研究产生了一些有趣的点子，我们就会和专家交谈，努力获取更广阔的视野。

你在硅谷的人际关系，对你的投资进程有帮助吗？

硅谷是一个非常强大的情绪指示器。实情也许就是如此，当硅谷处于狂热时，市场通常出现过度购买。当硅谷的每个人都悲观时，通常是买入的大好时机。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

除了PayPal那轮风险投资之外，你最棒的交易是什么？

到目前为止，我们做过的完整的最好的交易是长期原油看涨期权交易，我在去年你主办的圣摩尼卡会议上讲过（见图9-2）。

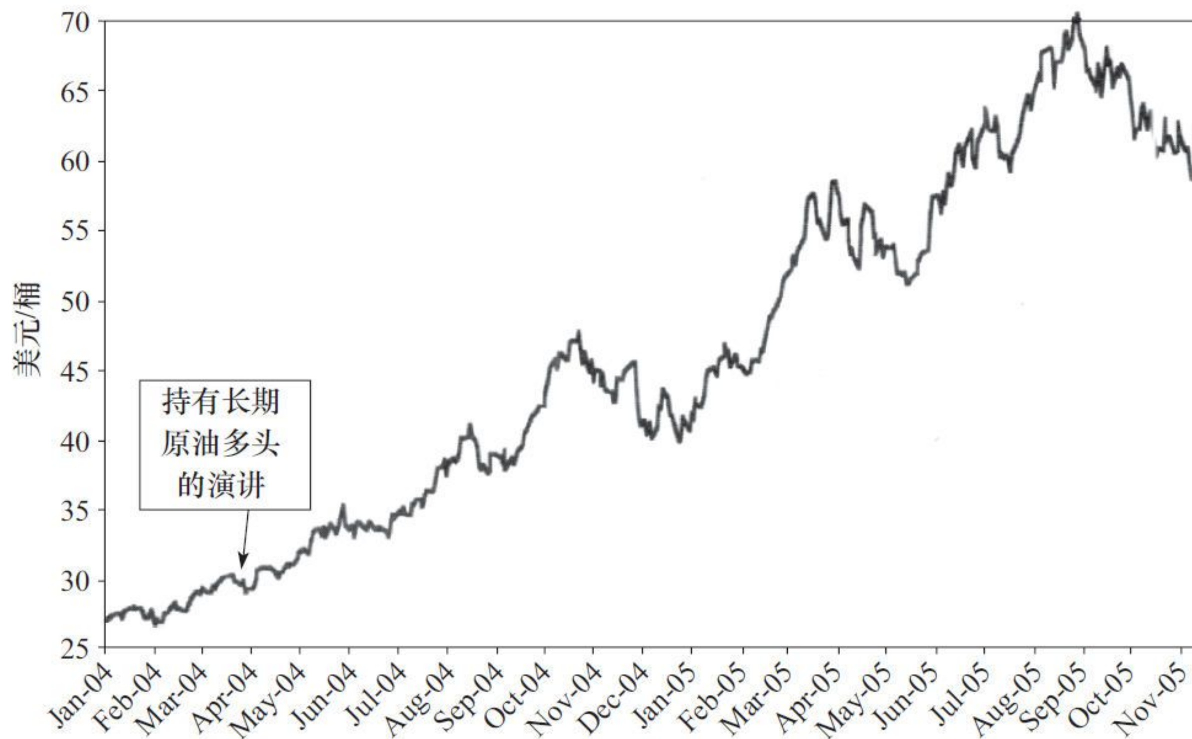


图9-2　原油期货（WTI）（2004～2005年）

资料来源：Bloomberg.

卓布尼全球会议回顾，2004年4月

彼得·席尔最钟爱的交易：做多长期原油

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Clarium资本管理公司的彼得·席尔建议去购买加拿大的油砂公司的股票，具体做法是创立一个合成的长期原油看涨期权。加拿大的油砂公司生产石油的边际成本很高，如果在未来10年石油价格大幅上涨，那么它们的股价将会暴涨。

石油的需求曲线与供给曲线都非常缺乏价格弹性。全球的经济增长越来越依赖于亚洲（比如中国），而这些国家的石油都不能自给自足，因此在未来的10年里，对石油的需求将稳步增长。况且，事实上石油不存在简单或便宜的替代物。相反，他认为便宜石油的最好替代物是更贵的石油。因此当油价上涨时，对石油的需求实际上并不会下降多少。

但是，也许供给方才会真正面临着最大的危险。石油的产量已经接近极限，石油储量以比人们原先认定的速度更快地枯竭。美国的石油产量已经达到了极限，而且越来越多的证据表明石油储量被夸大了。比如，石油输出国组织（OPEC）的配额制度，它的原理是根据每一个国家的石油储量的一定比例，来设定每一个国家的生产量。这就促使这些国家倾向于夸大石油储量。

在经历了15年低油价之后，这些因素实际上正在盘根错节地交织在一起。结果造成了这样的市场思维——石油价格会维持在20美元/桶～30美元/桶的价格范围之内，偶尔也会上涨。因此，尽管会出现油价上涨的趋势，石油曲线却始终还是反向的。因此，最大的异常现象恰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恰是出现在石油曲线的价格回调阶段。但是问题在于，目前在你希望做多的石油曲线那一段上，市场机会已经不多了。

彼得的答案是去购买这些将沥青转变为石油的加拿大的油砂公司的股票。它们都是高成本生产者，而那正是这种交易的魅力所在。当油价处于现在的价格水平时，它们并不怎么值钱，但是，当油价比大众所预期的上升更高，并且稳定地处在比人们预期的更高的水平时，它的市值将暴涨。当石油价格达到某一水平时，这些公司的现金流将暴增。因此，通过购买这些公司的股票，实际上你是获得了以石油价格为标的合成的看涨期权（安德斯·卓布尼）。

迄今为止，我们所做的最好的纯粹量化宏观交易，是在2003年6月做空日本政府债券，那时，他们的10年期政府债券的年收益率是45个基点，因此卖空政府债券实际上是一个相当合算的单向期权。我们认为最坏的情况是债券价格并没有下降，在这种情况下会有一点小波动，但是更可能发生的情况是收益率上升（价格下跌）。尽管日本是一个与众不同的国家，你很难知道它未来怎么变化，但是这个交易却似乎简单明了。我们在收益率是60个基点时开始做空日本政府债券（JGB），接着在收益率为45个基点时增加了头寸。我们对时机的选择非常成功，因为我们大多数头寸恰好是在日本债券收益率创纪录最低点的一个基点以内建立的（见图9-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对这笔交易最为津津乐道的是对入市时机的选择。当收益率下降到1.5%时，这笔交易就看起来很好；而我们选择在收益率接近最低点时入市，这对我们更有帮助。这事实上是交易中最难把握的一种平衡，即何时进行交易。通常，如果你等待一个好的入市点，可能会错失良机；但是耐心不负有心人。

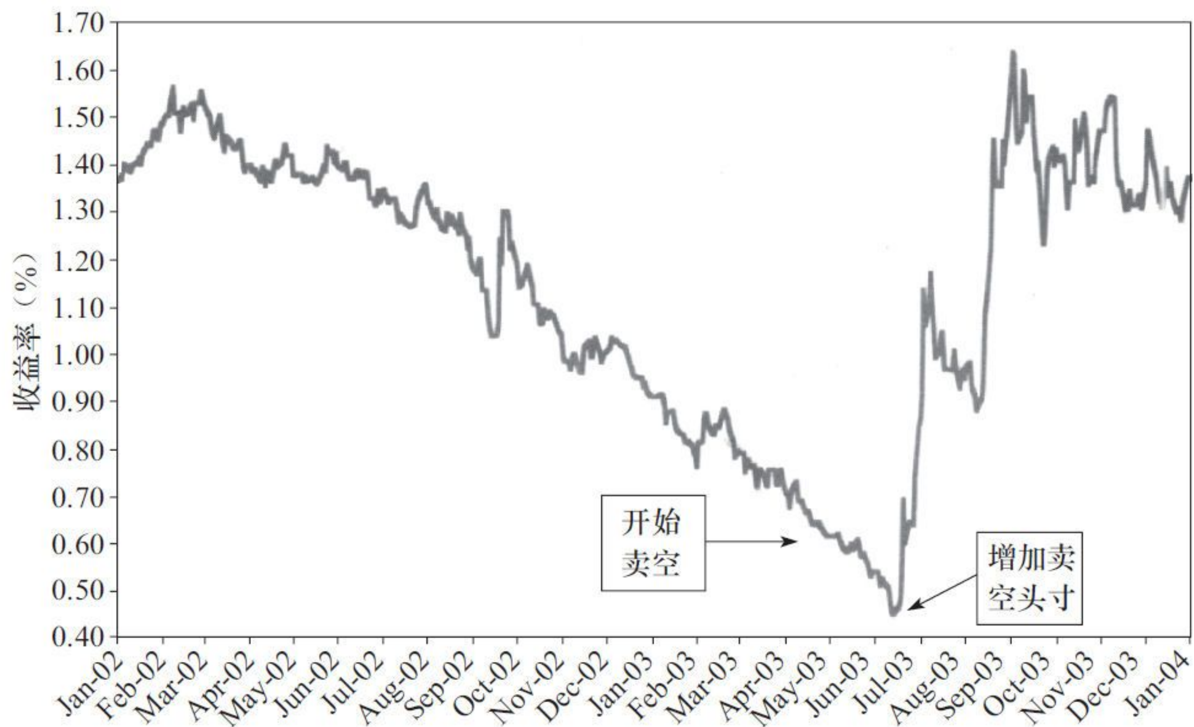


图9-3　10年期日本政府债券（2002～2004年）

资料来源：Bloomberg.

你利用期权达到平衡吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我并不确定是否有解决时机选择和敞口管理的方法，但是我至少并不认为期权能解决这个问题。我过去为瑞士信贷银行金融产品（CSFP）交易和设计衍生产品，因此我清楚其短处。为了某个投资主题或者对冲而直接进行期权交易，这是一种低效或者懒惰的方法。我们更多地把期权当成一个非价格指标。为了获取关于人们对基本标的市场怎样定位的信息，我们也会观察衍生金融市场、掉期市场、掉期期权（swaption）市场所发生的一切。但是作为一种投资工具，期权并不那么吸引人。

能谈谈你的风险管理哲学吗？

从长期资本管理公司的事件，以及我们对所有头寸进行的压力测试中，我们已经吸取了很多教训。我们假定所有的头寸都紧密相关，并且确保在发生灾难情况时，损失限制在15%～20%。为了达到这个目标，我们对头寸的总体规模进行调整，并且对每一个单一交易都设置止损水平。严格执行止损措施，也许是全球宏观对冲基金业最严厉的规则。尽管市场波动对你不利，但从长期观点来看，该交易反而会变得越来越好。

当我们准备止损时，我们会退一步考虑，确认我们的分析是否应改进，或者只是误会，但是我们并不会被一项交易困住手脚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使我们对每一个交易都设置了止损措施，但也不是简单地止损。如果该交易已经累积了许多利润，我们会容忍一些对我们不利的波动。我们不希望在刚进行交易时就损失巨大，但是如果有盈余，那么我们乐意挺过短期的下滑，这样我们就能够坚持持有更长的时间。如果一个投资者确实是为了长期投资，那么下滑风险就可以容忍。

对于每一个交易，我们也都会尽力去确认“非价格指标”，随着交易的进展，它们会展示出某种特征，我们追踪波动性指标以及各种情绪指标，它们会告诉我，人们现在是更乐观还是更悲观。当价格被当成唯一指标时，事情会变成一种无效的看图游戏。

你最糟糕的交易是什么？

在2004年年初，我们的长期观点是全球金融泡沫的破灭将会增大通货紧缩压力，因此持有债券多头看起来比较有吸引力。

Clarium资本管理公司的投资主题，2004年第1季度

●通货紧缩：购买10年期国库券。

●美元崩溃：持有一篮子外币，比如日元、巴西里拉、新西兰元和澳大利亚元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

●油价高涨购买主要石油公司的股票——俄罗斯石油公司、加拿大油砂公司。

●股票价格尤其是金融股票价格处于宽顶：主要持有的是金融公司股票的股票指数的空头，比如标准普尔500指数和德国股票市场指数（DAX）。

然而，对房利美固定收益投资组合的研究，使得我们相信美国债券市场经受不住大量的短期抛售。因此，尽管从长期来讲我们对国库券行情看涨，但是从短期看，我们关心市场的薄弱点。鉴于此，我们在2004年2月做空美国债券。不久之后，政府公布出来的失业率很低，因此固定收益证券经历了许多年来最强劲的反弹，根据我们的止损措施，我们平仓了，债券在那之后很快出现抛售。一个月后，我们的指标显示，是重新回到我们核心的做多债券的主题上去的时候了。因此，我们重新建仓进行交易，正好赶上了国库券随后发生的上升趋势（见图9-4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

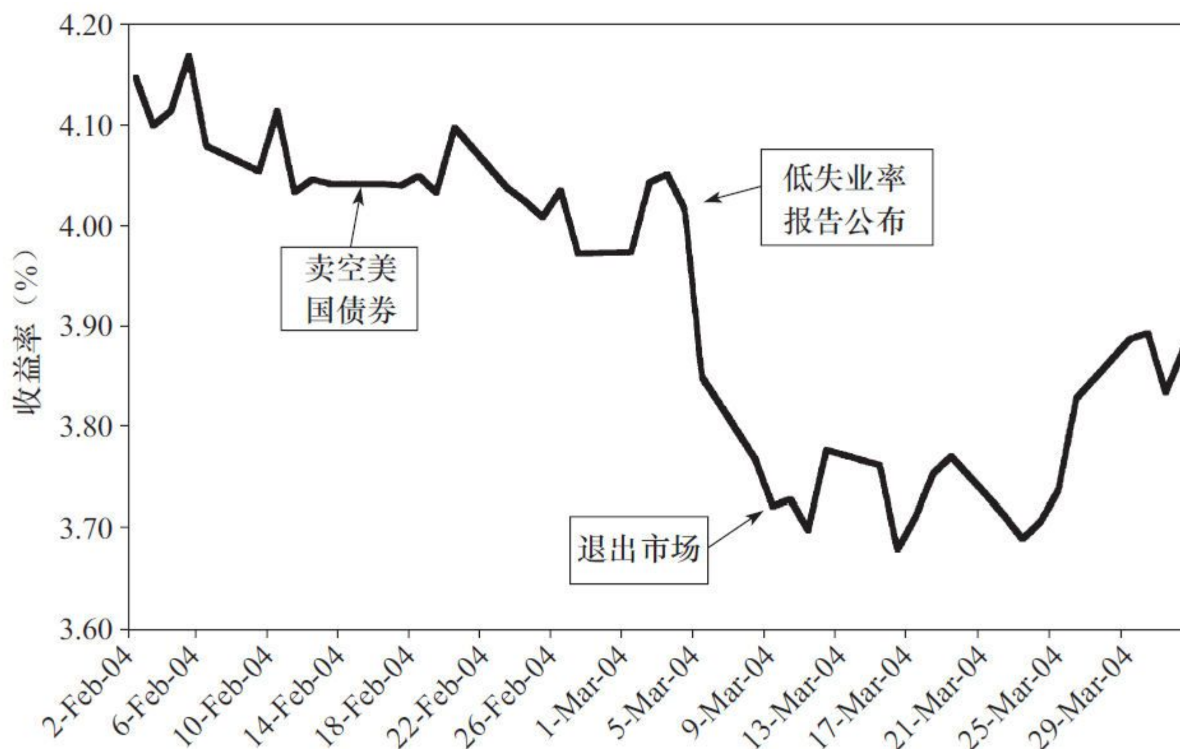


图9-4　10年期美国国库券（2004年）

资料来源：Bloomberg.

这次交易再次让我们想起了一句古话：时机选择最重要。我们对于后泡沫时期的设想的一个两难困境是，尽管影响市场的严重扭曲现象最终会消灭，但是观点在最终反转之前会变得更严重。如何在时机选择指标拐点，平衡好长期与短期观点，是一件很棘手的事情。例如，我们认为美国存在住宅泡沫，可是我们在两年以前就这样认为了。自从那时起，住宅建筑公司的股票价格到现在，已经上升了1/4，因此如果我们那时就开始做空，就会酿成灾难性的后果。直到现在我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们还缺乏好的时机选择指标，因此我们不涉足房地产领域。有时，好的交易正是不做那些交易。

你现在对世界的看法是怎样的？

我有两种对世界的看法：一种是认为我们生活在一个正常的世界里，另外一种是世界正在发生非同寻常的事情。如果你认为你生活在一个正常的世界里，那么在全球宏观领域并不会有太多的事可做。但是如果你认为我们生活在一个前所未有的、被巨大的金融泡沫扭曲的世界里，就像我认为的那样，那么就会存在一些以极其不对称的方式发生的事情。这就存在着巨大的机遇。很明显，我们身边充满了机遇。

眼下，我们特别关注金融杠杆的使用，从住宅投资到风险投资。一些股票——从科技股到金融股，似乎相当值钱。在硅谷的朋友说，现在是资金比点子多，世界看上去还处在投机热潮之中。

你认为在科技股泡沫崩溃5年后，我们是否再次处于风险投资的一个极端点上？

尽管2000～2002年出现过抛售，但是我们可能更接近1999～2000年的情形。平均来看，很明显，市场平均价格水平比以前低得多，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是投资于好点子的资金的比例更高。事实上，我们也许已经像中国和其他新兴市场一样，超越了1999点位。

Clarium资本管理公司的哲学

股票泡沫以及它的破灭已经造成了严重的、长期的市场扭曲，而中央银行和政府试图减少因刺破泡沫而产生的危害，加剧恶化了市场的扭曲现象。在这样的环境中，Clarium资本管理公司并不想采取市场中性对策。正是市场中性和相对价值策略造成了过度关联重叠的市场环境。相对价值型交易员通过不断加大杠杆和风险，试图从相对价值交易中更多地榨取正在不断下降的收益以维持收入；而这进一步加剧了各个市场的相关性，从而进一步加剧了系统风险。Clarium资本管理公司认为，通过利用这些严重的、高度相关的扭曲以及采取方向性策略，能够利用智谋的杠杆和风险获取绝对高收益。

这是全球利率过低造成的后果吗？

全球低利率毫无疑问是一个促进因素。但是，主要是政府处理股票泡沫的方式造成的。它们把大量流动性注入系统当中，而这产生了消费者支出泡沫和住宅市场泡沫。现在有好多闲置资金应该去投资硅谷这样的地方。

你怎样看待格林斯潘？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我认为美联储在20世纪90年代犯的一些错误促进了泡沫的产生，或者至少是没有成功地遏制住通胀。也许，许多年之后才能正确评价格林斯潘领导下的美联储，但是我并不认为历史会给予他极高的评价。目前从一方面来说，他对利率和收益曲线的控制力相当强大，但是从另一方面来说，效果也相当有限。

你现在还认为存在通货紧缩吗？

我们认为，全球金融系统有必要采取去杠杆化措施。婴儿潮一代将开始储蓄，而这意味着他们将从投资股票转到投资固定收益证券以及其他更低风险的产品。不管通货膨胀会怎样，真实利率水平将会下降，因此名义利率水平也会下降。看一下30年期通胀保值国库券（TIPS）的收益率，最近已低到1.6%，是有史以来最低的水平（见图9-5）。这意味着未来30年的无风险收益率现在被估计为每年1.6%。自从泡沫破灭以来，这个收益率每年都在下降，这表明泡沫化过程仍很强劲。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

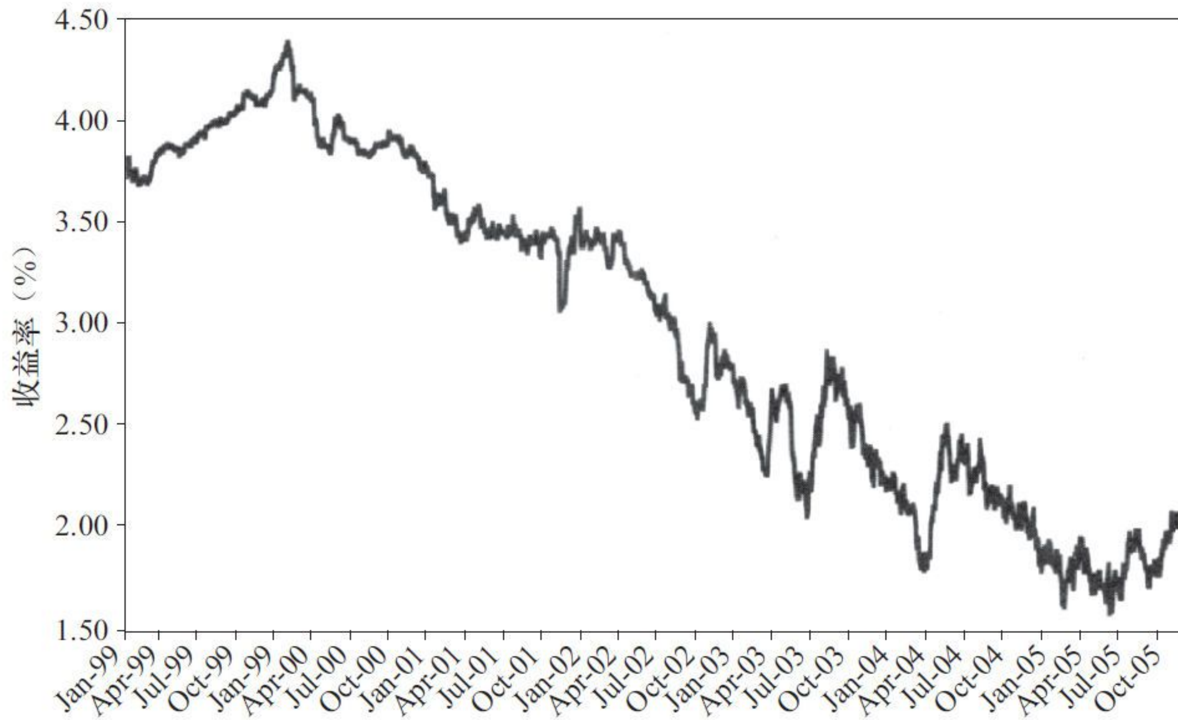


图9-5　30年期通胀保值国库证券（TIPS）（1995～2005年）

资料来源：Bloomberg.

如果通胀保值国库券被正确定价（我们认为它定价正确），那么我们认为这说明股票市场的定价过高了。美国股票市场的定价时假设了生产率的大幅增长，在这与1.6%的真实收益率并不协调。

我们认为真实收益的下滑趋势将会持续，因为婴儿潮的一代将会为他们的储蓄寻找更安全的地方。在20世纪90年代，日本发生了相似的事情。从人口特征来说，美国比日本滞后了10～15年，而且人口增长动力正在趋于衰竭。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对美国来说，代价最小的脱困方案，可能是通货紧缩，这是一个能使债务人偿还其债务的一个温和办法。恶性通货膨胀肯定不应该是一个方案。没有一个像美国的金融经济这么庞大的国家，能够通过通货膨胀解决其债务问题。这和20世纪70年代的美国经济情况相似，而那时美国经济的金融化程度还没有这么高。

格林斯潘2001～2005年对金融杠杆的扩张政策饱受争议，而争议焦点在于是否最终会导致更严重的通货紧缩。格林斯潘选择的道路，与日本在20世纪90年代初期的选择相当不同。日本并没有那样大幅减息，最终是以温和的方式解决了通货紧缩。

与美国相比，日本的发展轨迹的优势，在于它没有产生消费者的信用泡沫。美国国内消费者的消费支出构成了整个经济的2/3，而消费者未来将不得不勒紧裤腰带减少消费支出。如果消费者的信用泡沫破灭，那么造成的结果是，美国的通货紧缩将比日本严重得多。

鉴于你的通货紧缩观点，你对最近的大学毕业生有什么建议？

我已经多次思考过这个问题，其实这是一个很难回答的问题。当我在1994年试图放弃法律而改学金融学时，我思考过风险投资。我同一位知名风险投资的合伙人见过面，他对我的忠告是：“做风险投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最好的方式，是建立一家公司然后卖掉它，赚取至少2000万的美元。接着拿这笔钱，作为一个风险资本家投资于其他公司。”尽管现在面临通货紧缩，我还是会给他们相同的建议。

对于那些希望能像你一样管理一个大型全球宏观型基金的人，你有什么建议？

从事对冲基金这个职业，也许是许多人可望而不可即的。这是一件根本无章可循的事。对冲基金业绝大多数看上去做得最优秀的人，其实是误打误撞地进入这个行业的。他们都富有独创性、创造力，并且都有些轻微的出格。他们都是那种更渴望从事适合自己的工作而不是局限于某个特定行业的人。或许，10～15年内还是这种情形。

处于对冲基金泡沫中，最令人担忧的是MBA指标。每年，最受MBA毕业生垂青的工作岗位总是那些目前发展最欣欣向荣的，并且即将衰落的部门。而现在，MBA毕业生是涌向对冲基金业。

在Clarium资本管理公司，当我面试那些应聘分析师职位的MBA毕业生时，我问的最标准的问题是：“我们宏观对冲基金，通过确认市场存在的严重定价错误而得到回报。你认为眼下世界存在哪些这类问题？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很明显，几乎每一个我面试的MBA毕业生都不知道答案。我往往听到一些非常含糊不清的答案，比如“X比Y更好点”，或者类似这样的答案。他们都是一些非常聪明的人，给出的是深思熟虑的答案，但是毫不出奇。

在2004年夏天，我们的研究部门负责人吓坏了我们的实习生，在实习第一天开场白就是：“任何宣称市场是有效的人，将马上被开除。如果你认为市场有效，那么这里就没有你可以做的事情。但是你不必担心找不到工作，因为如果市场真有效，那么在其他地方找一份相当诱人的工作将不费吹灰之力。”

结果，没有人说他们认为市场是有效的。

在为Clarium资本管理公司招聘的时候，你发现哪种技能或背景与成功更紧密相关？

结合了数学、经济学与历史的复合性知识，这是至关重要的。分析师应学会定量建模，他们必须理解驱动模型中的数字的经济学原理，并且必须掌握历史学知识，从而能够对事情之间的联系有更深入的理解。成功的分析师是那些真正喜欢从事该行业的人，他们喜欢数学，喜欢经济学，喜欢历史，他们天生就对这些东西感兴趣。

你的下一步安排是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我热爱这个工作，在可预见的未来我都会这样走下去。我享受我所做过的所有事情，但是事实上我还是喜欢小规模的基金。我们是一家小公司，我热爱这个优秀的团队。我喜欢多样化的才能和工作激情。事实上，就是我在从事自己希望从事的工作。我感觉这样已经很好。

新版补充内容[1]

在一段时间里，Clarium的投资主题是和主导着世界经济的一系列的泡沫事件缠绕在一起的。其中三次严重的泡沫事件是：2006年达到峰顶的住宅泡沫；与此相连的金融泡沫，压缩了风险价差，可能在2007年第2季度达到峰顶；以及新兴市场繁荣或泡沫——我们认为是泡沫的可能性更高，这个结论还有商榷空间[2]，而且发展的势头相当猛。我们提出的一个问题是，这些不同的泡沫是如何联系在一起的。

我们认为很多泡沫是受到高油价引发的奇怪动力的驱使，换言之，就是大规模的石油货币的循环流动。正如我们已经探讨了多年的结论，我们相当确信石油峰顶理论：全世界的石油正在枯竭，供应已经无法满足需求。一方面，导致了高油价以及财富转移到了石油生产商手中。另一方面，巨量的石油美元被注入全球资产市场，至少暂时缓解了畸高油价的冲击和影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种发生在2007年年初的情形，其中夹杂了多条线索。我们认为住宅泡沫将被挤破，导致住房价格出现缓慢的硬着陆——房价持续下跌，也许会达到每年3%或4%甚至更多。持续时间可能会有10年。尽管如此，由于石油货币还会回流，使得人们继续购买住房，市场应该不大可能发生突然崩塌。在这种情况下，人们可能期望股票会反弹，因为央行将反击石油美元带来的通胀效应，甚至会看多固定收益市场。

我们的投资主题一直坚持到2007年9月，那个月是该年度最具挑战性的月份。和我们预期截然不同的是，利率大幅下降而不是上升，金融问题引发了通缩预期，出现了大量的信贷紧缩。金融泡沫的爆破取代了石油问题，成为严重事件，至少在央行眼里是这样看的。

那时候，我们不得不重新检讨对宏观经济形势的看法。金融危机的通缩影响是否超过了新兴市场成长和石油美元持续流入带来的通胀影响？美联储是对还是错？换言之，美联储为迎战金融危机带来的通缩是正确的？还是它忽略了石油价格上涨带来的通胀本身就是一种错误？

在2007年秋天，我当时认为美联储很可能做错了。我仍然倾向于相信美联储低估了油价飙升带来的挑战。但现在我细细想来，可能美联储当时的确没有别的选择。所以，令人不安的是，就当前的市场来说，主要不是美联储的错误，而是它确实无能为力解决这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Clarium在2007年9月末到10月初之间一直无法确定到底是通缩还是通胀在发挥主导作用。信用泡沫引发的通缩将会导致快速（而非缓慢）硬着陆和严重（而非温）衰退吗？石油涨价是否会导致新兴市场更严重的通胀并加大其泡沫化程度？我们认为二者必居其一，而中间的情形，即这些事情会相互抵消的乐观看法，似乎很难有机会发生。问题变成了：在通缩和通胀两种情境下，你如何做好投资工作？这是一个难以完成的任务，因为通缩和通胀明显是截然相反的现象。

我们的想法是，无论是在通缩还是通胀情况下，都应该降低杠杆比率。在通缩情况下，因为对贷款人提供的信用减少了，那么其现有的实际债务压力将会变大，所以应该降低杠杆。而对于通胀情况，由于利率将上升，促使贷款人减少借贷，所以杠杆也会减少。所以说，无论哪种情况，杠杆都会从原先较高的水平降下来。使用最大杠杆率的时代应该是稳定和低通胀的，在过去15或20年里，特别是过去的六七年就是这样，这个时代基本上结束了。

从Clarium的观点出发，自然能推论出一系列的重要交易机会，即做空杠杆化的资产，做多无杠杆资产。在后者中，Clarium喜欢诸如黄金、石油、大宗消费品类股票，以及部分中东股票，因为那些发行人在其居住地，受限于伊斯兰法律很难采用杠杆工具。

对于做空而言，我们选择的发行人的商业模式应依赖杠杆，基本上指的就是金融行业。我们也看多非必需消费品企业，他们的业务依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赖于消费者贷款购买其产品。对于做空某些投资者通过杠杆购买的价值型股票还有一些争议，比如那些PE机构看中的依靠融资收购的企业。

2007年第4季度，杠杆和非杠杆策略都运作得不错。一切迹象表明在2008年应无意外。事情可能偶尔会做得过度，但是我们相信这些策略还处于早期阶段。

我们相信上述杠杆做空/非杠杆做多策略能继续有效的部分原因是：首先考虑一下这段话的意思“近期的金融泡沫非常特别，是1929年以来第一次以金融为中心的泡沫”。在1929年那次危机中，我们见证了在金融业开始减速之前，已有多个经济领域出现了减速，比如在伦敦和曼哈顿就是如此。一个原因可能是这两地的金融机构做出的投资决策具有认知偏差，导致了他们系统性地低估了住宅市场问题以及由其产生的对金融业的影响范围。这些决策者居住的地方的经济状况仍保持良好，住房价格还在上涨，或者至少还没有开始经历大幅衰退。

类似地，1929年夏天，美国经济已经接近衰退边缘，尽管当时股市在创新高，我认为我们再次面临着本末倒置的局面。按理说，金融泡沫应该在2006年随着房价跌落而结束，但其自我强化机制推动着金融业一直到2007年中都很强劲，使得一些人对房价缩水视而不见，继

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续保持着惯性做法。我们现在仍处在一个非常极端的境况，我认为这种影响还需要几年的时间才能充分展现出来。

其次，市场仍未能对经济现实做出正确的定位。有一件让人深受触动的事情就是，对股权市场而言，信用价差扩大产生的影响，或者比流动性更严重的问题的影响，并没有被市场认识到。

1998年发生的长期资本管理危机与这次迥异的是，它只涉及现金流和流动性问题。现在的情况是出现了一种基本的倒闭方式，它与破产完全不同。这与现金流的时机无关，不能仅靠简单地提供更多的短期贷款来解决。美联储一直努力在做的事情，与医师给癌症患者服用阿司匹林无异。但是这些问题并非是临时急性发作的，它们其实已经长期存在了，是慢性恶化的。

这表现为在芝加哥期权交易所波动性指数（VIX）和信用价差之间出现了令人难以置信的脱节。由VIX测量出的股票波动性已经明显减弱，然而信用价差却达到了新高。这两个指标本应该紧密关联。在这种局面下，伴随着恢复平衡的进程，人们更愿意做空股票和做多信用。但是由于金融泡沫被戳破带来的爆炸性影响和相关问题，我们不认为这是做多信用的正确时机。一般来说，做空股票的想法看上去更合理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，市场还没有完全适应通胀/通缩机制。我们经常和同行探讨一些想法，其中一些观点得到了大家的认可。但对于进行通胀或者通缩交易，大多数人不想承担更多的风险，因为他们既看到了强大的关于通胀的论点，也看到了强大的通缩的反论点。所以，不可知论占了上风，他们尽量避免去做大的交易，或者不愿意碰这两种交易，造成了在大型交易里无法运用这样的对冲手段。所以，我们认为我们强调的交易还少有人在做，这将会给我们提供很有吸引力的机会，直到有更多的投资者理解和接受通胀/通缩机制带来的影响为止。

与当前市场远未达到共识的一个有关的观点是美国对其他国家的影响。基本的论点是美国正在减速，要么将对其他国家产生负面影响（通缩/衰退情境），要么新兴市场能够坚持住并反哺美国（通胀/扩张情境）。无论是哪种情况，都会导致经济耦合现象。有理由相信这会在相当长的时间里存在，但是从短期和中期来看，比如下一个6～12个月，情况似乎并不是这样。

理由之一就是货币挂钩制度，至少现在还是如此。中国和中东仍将本国货币盯住美元，其结果就是，如果美国经历通缩而且美联储用削减利率对抗通缩的话，那么在盯住美元的国家就会出现通胀加速现象。当前中国的真实利率似乎还很正常——在12%左右，当然中国股市运行得也还不错。中国人已经采取措施去稳定股市，这些努力应该会逐步见效，直到现在为止，负利率为中国的股市和资产市场提供了强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大的支持。如果去耦合现象持续下去，这些国家将会在不合适的时间受到通胀和通缩的影响。

这种机制与“金发女孩经济”正好相反[3]。它有点类似20世纪70年代的滞涨情况，只是通胀程度略低，杠杆水平更高，对经济的影响更大。实际上，当前的危机看上去是把20世纪70年代的一些元素和1930年早期的问题结合在一起了，有人可能会说，由于当今的世界面临石油枯竭，实际情况可能要比1929年或1979年更糟——可能在通缩环境下形成通胀现象。如果真是那样的话，政策制定者的行动空间会比1929年或1979年更小，这真是一种让人抓狂的想法。

2008年1月8日

[1]这篇文章原来是卓布尼全球咨询公司为客户所做的一个研究报告，内容是基于2008年1月间彼得•席尔和Clarium的投资者间的讨论。

[2]事实证明Clarium的观点是正确的。——译者注

[3]指美国曾经经历过的低通胀高增长的经济。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章　场内交易员

依拉·哈里斯（芝加哥商品交易所，Praxis公司）

如果将全球宏观交易比喻成是一场产生超额收益或回报且为客户从市场中赚钱的战争，那么芝加哥交易所就是发生这场“价格发现战”的战场。芝加哥期货交易所（CBOT）或芝加哥商品交易所（CME或MERC）的场内交易员，为每个点的盈利而战，他们从大量交易中抽取极其微薄的利润。他们往往仅在几秒的时间里就完成下注抢筹，这完全是体力活儿。难怪周围穿着蓝色、黄色或者红色马甲的操盘手，为了争取最佳的交易指令执行，做出各种手势和信号，或冲着办事员大呼小叫。

哈里斯从1977年就开始在芝加哥商品交易所工作，这可能正好解释了他为什么看上去要比实际年龄显老一些。因此，他多年来的智慧与知识累积，主要来源于在交易所工作的这段职业生涯。与其他芝加哥的场内交易员不同，哈里斯以其从中期的和对全球事件如何影响金融体系和经济形势的理解，在市场上独树一帜，并超脱于混乱的芝加哥交易圈外。

许多操盘手一辈子就是盯着电子交易屏幕看买卖价格。交易所的交易员实际上能够看到价格运动的所有方面（买方、卖方、市场情绪、市场能量等），这样价格信号就变成多维的了。对于他们来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格发现和市场是一回事，他们的生活与市场的脉搏息息相关。走在芝加哥商品交易所的交易大厅里，我能够强烈地感受到市场的脉搏。利率、外汇、股票指数和商品的均衡价格都能在这里看到。如果说宏观市场投资交易近乎是一个零和游戏，那么，在芝加哥交易所里，似乎处处都显示出这个残酷的事实。

在交易所大厅待了一会儿，我上楼来到哈里斯的办公室。这是一个简朴的房间——昏暗的荧光灯下有一台旧式的计算机显示器，墙壁是灰色的且满是划痕，到处都是文件和纸张，很容易被人误认为是一个清洁工具的存放室。尽管他在资本交易方面有突出的智慧和惊人的才干，但是在穿着方面似乎相当不讲究，这形成了奇怪的反差。他如今仍然每天至少到交易大厅去一次，但已不再把所有的时间都花在那里了。办公室给人感觉很乱，我猜想这或许与他长期在交易大厅工作的经历有关。事实上，除了不断有交易员打来电话寻求哈里斯的意见和指导之外，那里显得非常安静。来自世界各地的交易员打电话给他，恳切地想知道他对于市场的看法。一个卓越的操盘手在提及哈里斯时曾说："在解释地缘政治事件对于市场影响的问题方面，没有人比哈里斯更出色。"

像所有场内交易员一样，哈里斯穿着一件皱巴巴的深色西服，戴着一个写着三个字母的、便于在交易所大厅里识别他的徽章。尽管大

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多数人用的是三个任意的字母，但哈里斯的徽章上却写着“Y.R.A.”，是他供职资历的见证。

现在，哈里斯只用他自己的钱做交易了。他给我剖析了如何用交易所的视角来看待世界大事，以及结合正统教育和街头智慧（他称之为他的“中产阶级”的素养）做出分析。在他的人生哲学里，赚钱从不被认为是理所当然的，工作被视为一件应该珍惜的神圣事情。作为一名交易员，特别是非常成功的场内交易员，他从不骄傲自大。更让人敬佩的是，他有很强的求知欲。他用浓重的芝加哥口音和不完整的句子，向我叙述了他在交易战场上搏击的故事。在那里，交易就是交易，求生心理或许是交易中至关重要的。

你是怎样开始在芝加哥交易所的职业生涯的？

我曾在研究生院攻读政治经济学，主要研究的领域是跨国公司。我起初研究在全球范围流动的货币对跨国公司的影响。当货币挂钩随着布雷顿森林体系的崩溃而消失之后，许多这个领域的研究人员都在写关于“国际金融体系即将崩溃”的文章。我认为这一切都非常有趣。

我曾试图在银行找份工作，但是他们都说：“你没有MBA学位，能够做什么呢？”我告诉他们：“当你们的信贷资产组合开始出现坏账

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时候，会需要一些像我这样的人帮助你们做分析。”他们当时都嘲笑我，但是四五年后，一些主要的银行纷纷倒闭了。

当时，我父亲的一个老朋友在芝加哥商品交易所工作。一天晚上，他跟我聊到全球市场，问我对德国马克的看法，之后我把自己的看法写了3页纸寄给了他。他说：“好极了，你为什么不到我这里工作呢？”我告诉他我很可能去华盛顿工作，而且对交易所的工作不太感兴趣。他后来又给我打过一次电话，说：“嗨，小伙子，我只给你这一次机会，如果你真想去华盛顿，那就去吧，不过我告诉你，这可是你一辈子的机会。这个世界正在发生着巨变，你是一个年轻人，而且没有结婚，任何不懂的事情我都可以教你。”

那时我除了做篮球裁判员之外，没有什么其他事情可做，所以我就去了芝加哥商品交易所。在那里，一个叫兰尼·菲尔德曼（Lenny Feldman）的伙计把关于市场和交易的经验传授给我。他已经破产好几次了，没有比失败案例更好的经验了，通过吸取他失败的教训，我搭了一个顺风车。

我去他那里做套汇业务工作，一周200美元的薪水。我逐步接手了这项工作，而且业务规模也增长了很多。我们在货币期货和“现金+远期价格”之间进行套利，这在1977年和现在情况不大相同。这可是稳赚不赔的纯粹套利交易，因为我们交易中设定的是精确日期——是完

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全无风险的。随着操作变得更加熟练，我们开始在合约的到期日期上做文章，即承受一些小的风险以获取更高的投资回报。

后来，这种交易的价差变得非常狭窄以致不能弥补风险，尽管交易量是巨大的，但是利润却微不足道。如果在到期日之前情况变得不利，我们基本上是给市场提供了流动性，给交易所缴纳了保证金，而我们自己承担了巨大的风险却获利甚微。于是，我们在1993年停止了这种套利交易，然后我开始集中精力在宏观投资策略交易上。

当你做套利交易时，是否也操作自营买卖？

是的，我自己也拿出钱来投入到套利交易中去。我也管理别人的资金，有时也在交易所下单。我总是试着去做我力所能及的、尽可能多的事情，因为我深信勤能致富。这是非常典型的中产阶级的生活方式。

同样，我想让自己忙碌着，并且随时了解最新的情况。我对货币市场的了解十分透彻，因此人们信任我，让我帮他们操作大的订单，不久之后，我请了一个人来帮我打理套利业务，因此这项业务几乎可以自己运转了。

你的老师兰尼·菲尔德曼向你传授了哪些交易经验？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何对待损失——应该坦然接受，因为你将来能够弥补回来的。不要老是摆出你的自尊，害怕承认自己错了，因为市场永远是对的。尊重市场，这是我学到的最有用的经验。

有人总是抱怨市场，我不赞同。他们最好看看自己都做了什么，市场是不会错的。我曾经见过许多交易员，他们抱着“自己总是对的”的自信来到这里，却损失了巨额的金钱。我曾见过一个人想从5000万赚到6000万，然而在不到1年的时间里把所有的钱都亏掉了。类似的事情每天都在发生，因为他们不肯承认自己错了，所以就会不管市场形势的变化，而在某一个仓位上长时间地去持仓。如果你选错了时机，那么你就是错的。

这里有一个操盘手遭受挫折的小故事，那个人是最早与我一起做宏观市场的。他派他的一名分析师去非洲调查可可豆的收成情况，分析师回来说那里已经没有可可了，因此可可的价格应该会超出预期。结果，他以38美分的价格买了一些可可，当价格下探到36美分时，他赔了一半；当价格跌到34美分时，他再赔了一半；当到32美分时，他破产了。然而，一年半之后，可可的交易价格冲上了1.5美元。

他的决策方向是正确的，但是时机不对。你可以对这个世界有自己的宏大理想，但最好也留意一下市场正在做什么。那里总是有一些比你更重要的因素。认为自己能领先于市场的人会备受打击。你们可以看看美国太平洋投资管理公司（PIMCO）的例子，比尔·格罗斯这帮

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人很出色，但是当他们在公众面前告诉大家他们正在做什么的时候，又如何能对那些交易头寸进行灵活调仓呢？随着银行业的不断整合，现在市场上有多大空间能让他们那样做呢？没有太多！

你认为你对市场的哪方面比较擅长？

我不太确定自己是否擅长揣摩市场。

我在一个经营纸牌赌博的家庭里长大，父母和3个哥哥都玩牌。那时，每当周六早上醒来时，常见到11个人围坐在我房间的牌桌前赌博。当我3岁的时候，我就学会了怎样计算一副牌，所以我自幼就掌握了计算与概率的技能。

从你进入这行开始，全球宏观市场发生了怎样的变化？

首先，全球宏观确实是一个新术语，过去被称为“地缘政治学”。其次，如今竟然有这么多人热衷于此，为此不惜投入巨额钱财。如果你10年前告诉我，将会有超过2500亿美元在做期货交易，我可能会一笑了之，然而现在，这个数字并不令人惊奇。我从保罗·都德·琼斯那里得到了100万美元的投资，建立了我的第一只基金，我们做得非常好，资产很快达到了700万美元。当保罗想再投资1000万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，我拒绝了，因为我不认为当时有能力管理太多资金。而在今天，1000万美元是多么微不足道啊。

当人们把资金转投向俄罗斯时，同中国一样，这个资金规模是惊人的。一旦开始，资金如滚滚洪流涌入。计算机技术改变了这个游戏规则。在外汇市场，20世纪70年代后期，给银行打个电话就能卖出10亿美元，但需要两周时间完成交割。而现在，只需要一个按钮，就能解决问题。这表明如今的市场容量十分巨大，有许多人在参与这件事情。我现在能够立刻到交易大厅卖掉10亿美元的任何资产，尽管市场会有一些反应，但是交易会被处理得相当快。这是一个显著的变化。

你得格外小心——你想要什么，什么就可能成真。对冲基金/商品交易顾问（CTA）发展到了开始仅靠自己就能改变市场的地步。在货币市场，至少你有中央银行、公司和银行，以及与其他匿名的、远方的交易对手相互对抗、制衡，而在其他一些市场上，却充满了互相攻击的投机者，这也难怪收益会大幅回落了。

你在说到“老观念”的时候，指的是什么？

过去，当有人说要花数周的时间去完成一项交易时，其实你不必被动地追随市场。现在，你必须掌控市场，时刻关注市场的方方面面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在柏林墙被推倒之前，能容纳大量资本的市场只有少数几个地方。如今，像巴西、墨西哥、俄罗斯和土耳其这些地区都能吸纳巨额的资金。

资金流动在过去常常借助银行贷款，如今银行已经不再是一个重要的渠道了。如果说真的有什么重大变化的话，那就是对冲基金代替银行成为了全球融资的主角。银行系统是中规中矩、节奏缓慢的，而对冲基金的动作非常快。对冲基金不需要让客户等待数周的信贷调查、信贷委员会会议以及交叉销售等繁文缛节。对投资人来说，这仅仅涉及进或出，然后按一下按钮就能解决问题。

真正的问题在于，在当今世界里，银行实际上在做什么——为对冲基金提供融资吗？如果答案真是这样，意味着你、我以及所有纳税人，都将承担失败带来的冲击。每个这样的机构都会因为太大而经受不起失败，正如长期资本管理公司的例子。与当前市场上的某些交易头寸相比，长期资本管理公司已经是太微不足道了。

当对冲基金开始为了利润互相激烈对抗时，我感到恐惧。全球性风险问题日益失控。人们正在吞下一些东西——当市场转向之后，他们日后可能无法再吐出来。而市场往往在最糟糕的时刻出现这种转向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理查德·丹尼斯（Richard Dennis）早在1987年就写了一篇关于上述现象的文章，被称作“动作迟缓的傻瓜理论”。当你观察当今的信用市场时，你会发现情况正如他所预见的那样。

动作迟缓的傻瓜理论

这是博傻理论（也叫“更蠢的笨蛋理论”）的变种，它应该被称作“反应更慢的笨蛋理论”。根据博傻理论，投资者在购买那些市场价格已经远远高于其价值的东西时，他们希望未来能将其出售给一个更大的笨蛋。如果周围没有足够多更蠢的笨蛋，那么这项购买就不是一个英明的决策。

根据博傻理论，我的计划是要比其他笨蛋更快地操作这些本不值钱的筹码（类似于头寸），在经济灾难到时来之前清仓。从某种程度上说，每个人都相信危机只是未来某个时刻降临在别人身上，因此，游戏值得参与。

不幸的是，危机必将到来——特别是对于普通投资者来说，这将是一个不连续的跳跃过程，经济通常陷入缺乏流动性、恐慌和混乱。我怀疑很多人与我的投资策略并没有多大不同。不断买入那些一文不值的废纸，无法把你带到安全的港湾。

所以，这场灾难必将爆发，只是发生的时间或早或晚而已，而且其破坏性可能比我们预期的严重——只要证券投资的“博傻行为”持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续，繁荣就将会持续下去。或许我将清掉我的全部仓位（比我的原计划还要更早些），其他博傻者可能会比我预计得还要稍微快点，我可不想遭遇“正确的理论和错误的点位”这种糟糕状况。

资料来源：理查德·丹尼斯，新视角季刊，1987年秋.

如果市场总是正确的，那么信用市场怎么可能错误呢？

市场总是正确的，所以也许有其他的一些事情出现，只是我们不知道而已。今天的债券价格告诉我“你错了”，我尊重这个事实。但我担心的是有很多人在市场拐点来临的时候，机械地加码操作，就像1994年那样，那将会更可怕。在美国出现1%的利率确实是一件怪事，没有人真正明白这到底是怎么一回事。

宏观投资市场是一个零和游戏吗？

是的。有许多聪明人在那里博弈，但不是所有的聪明人都能在同一时间做同样的事情。在某个特定时点上，这一切只是在自然地进行自我调节，就像是一个有吸力的黑洞。我们仍然没有领会其中的奥妙，要知道我们是不可能靠把这些证券搬来移去创造财富的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对当前市场，你最担心什么？

我一直对金融衍生工具市场比较担心。它是如此错综复杂，以至于没有人真正知道它们是怎样结合在一起。格林斯潘认为这是一个为了消除风险的伟大系统，但是总会有人在那里承受巨大的风险，而这是社会化的风险。

《格拉斯—斯蒂格尔法案》的废除导致了金融混业经营。如今敢于冒险的人越来越少，所以，留下的冒险者的资金规模也就越来越大。联邦政府把系统性崩溃的风险，称为是市场“低可能性、高影响力的重大事件”，现在还没有足够的流动性来消化这种事件。

市场就像水，受到过市场力量的推动，总是流向容易去的地方。市场有一种独特力量，在说：“我要给你一点颜色看看，没有人比我更强大。”看看索罗斯或者老虎基金公司，他们尽管多年来取得了骄人的成绩，也遭遇过重大挫折。这是当你的资金规模变得太大之后——要特别注意的一点，理查德·丹尼斯也是败给了过大的资产管理规模。对于亨特兄弟来说也是如此，他们当时甚至试图垄断白银市场。

看看他们的经历与教训，千万不要以为你知道一切，因为你真的不知道。由于参与者众多，市场远比你更聪明，注意这些市场信号，尽快认错，不要患得患失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为适应当前的市场环境，你是怎样调整交易风格的？

我现在比从前更加小心谨慎。任何时候都有一些事情好得令人难以置信，但我现在认识到这是可能的，这种情况的出现是因为有人比我知道得更多。过去常常匆忙行事的我，现在会退一步去等待事情的进一步发展。我不要求自己任何时候都抢在人前。

我整理出我这25年来开发的一套标准，这是以资金流动为基础的。无论如何，资金总是要流向某个地方，而我只需要与其保持一致就好。但是，在我出手之前我会更有耐心，让事情自然发展。随着年龄的增长，我越来越有耐心。

你是否通过期权交易验证你对市场的判断？

没有，但是我知道一个很有趣的故事。迈伦·斯科尔斯（Myron Scholes）在芝加哥商品交易所上班，有一天晚上我们出去吃饭。我喝了很多酒，对他说：“迈伦，期权是笨蛋才用的东西。”

在座的每个人都笑了，因为这是个白痴交易员对诺贝尔获奖者说的话——“期权是笨蛋才用的东西”。但是，他却说：“我不同意你的意见。用期权描画一种趋势需要较长的时间，因为一个趋势在开始时，总是比较零碎难以捉摸的。当你操作的时候，不断观察与分析它的模式形态，你才能够看到这个趋势的发展。最终，当每个人都关注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它时，价格波动开始剧烈起来，因为它的重要性已经得到了市场认可，那个时候，你就可以卖了。”

能谈谈你的那套标准吗？

我说的就是全球宏观。它是在我脑海里的关于资金怎样在全世界范围内流动的图像，这些资金由于总是要不断追逐最高回报率（风险调整后的）而在全球范围流动。资金总是流向某些地方，无论是从石油领域流向货币、金属或者股市，我都跟进。

只有当全球金融市场恐慌的时候它才不流动，就像在1998年或者“9·11”之后，纷纷在瑞士这样的地方寻求暂时的避风港。市场的表现通常基于两种情绪：贪婪与恐惧。当你成为市场中的一分子，投入了大量的金钱时，市场的贪婪对你是有益的；但是，一旦市场情绪转化为恐惧，接下来的事情往往就不太妙了。资金开始四处逃窜，投资回报已不是它们首要考虑，此时，它们仅仅想保住本金。

资金永远在寻找出路，但是当它开始朝着某一方向进发的时候，那是全球宏观投资最有意思的时刻。1997年的亚洲金融危机，是一个非常好的案例。“让我离开这儿，我不在乎代价有多大！”我相信金钱是法西斯分子。资金对稳定的渴望比其他任何事情都强烈，没有什么东西比不确定性更能影响资金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你从哪里获取信息？

我在市场上同一些人聊天，主要是为了试探他们的想法。此外，我还阅读一些研究调查报告，也阅读《金融时报》和《经济学人》。市场在长期内可能是有效的，但是单就每一天来说，可能却是很没有效率的，即便是在消息已经发布之后。

那套标准是否给你提供了价格目标或是方向？

主要是方向。我不喜欢去确定目标价格，那是纯技术派做的事。有几句谚语是所有场内交易员都知道的——“一个市场只有一个顶部和一个底部，去挖掘并发现它吧”或“只会抄底，而不会逃顶，同样只能获得价值不大的东西”。

在这里，不少交易员充满了市场智慧。当然，就像别处一样，这里也有一群傻子。但是，也有一些真正的操盘高手在这个交易大厅里不断地攫取财富。

你能给我举一个按标准去做交易的例子吗？

一个经典的例子是1999年的巴西货币贬值。按照我的方法，巴西货币贬值就应尽快卖掉大豆。我的理由是：由于巴西农民得到的付款是美元，那时大多数巴西商品的价格是用美元支付的，所以在其本币

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

贬值之后，他们将得到巨额的本国货币。因为有利可图，他们将尽可能多地卖出大豆，并且将会大规模种植——大豆供给将飞速上升，这将导致大豆价格的崩溃（见图10-1）。

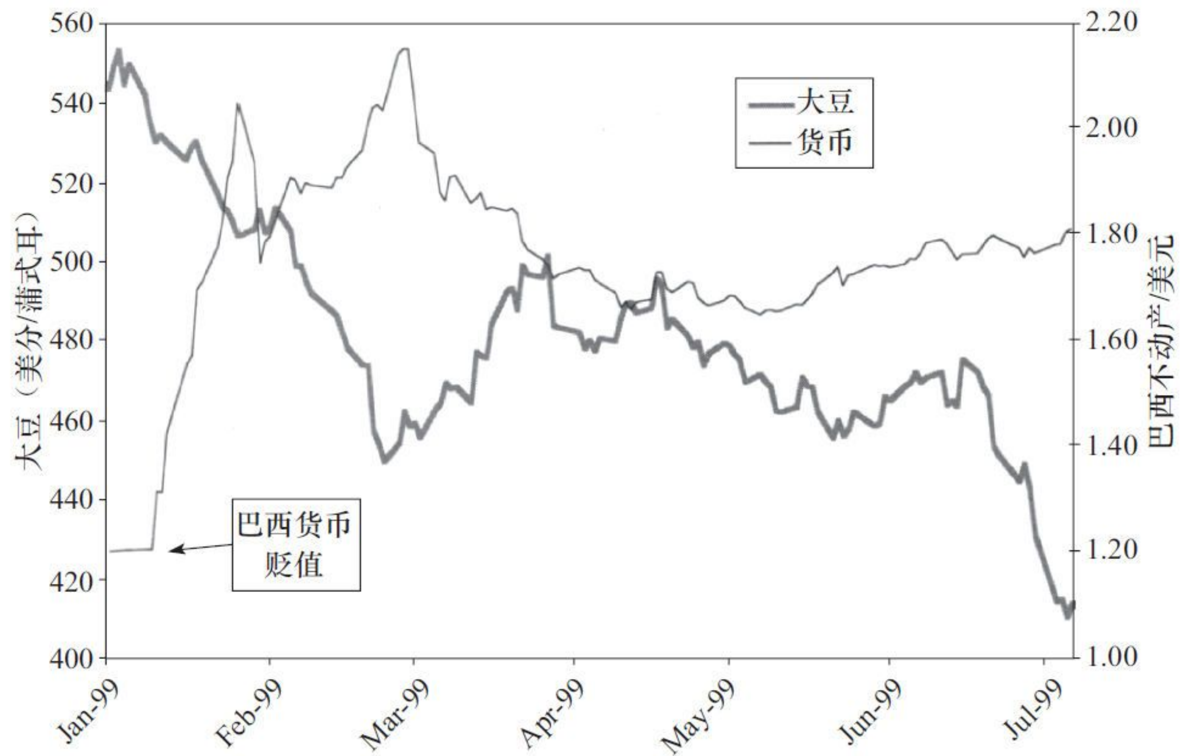


图10-1　巴西不动产和大豆（1999年）

资料来源：Bloomberg.

你还记得你最糟糕的一次交易吗？

是的，那次实在是糟糕透了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那是1989年，我预想英国可能会以大约2.7马克兑换1英镑的比率，加入欧洲货币体系。我当时琢磨，他们不会以高于上述汇率加入，否则头脑就太不清醒了。然而，撒切尔夫人不久后宣布，英国将以2.95马克兑换1英镑的比率加入欧洲货币体系。我简直不能相信，他们怎么能那么愚蠢。市场认同了我的观点，并把这个比率推向了更高。

那时，我的姐姐乔伊斯为我工作。我给她一个交易指令：不管发生什么事情，当汇率到2.95时就退出来。然而，当汇率达到那个值时，她却没有卖出。她等待了仅仅10分钟，但我却为此付出了沉重代价。我后来以2.955左右的比率出来了，在那天的晚些时候，交易比率竟然达到了3.06高位。当你需要坐下来考虑事情的时候，需要一个能坚定执行你的交易指令的人。

到了1992年，英国人终于意识到我是正确的，但是他们在最终离开欧洲货币体系之前，却不得不经历3年的苦难。他们应该在特拉法加广场为索罗斯立一座塑像，因为如果索罗斯没有迫使英镑脱离欧洲货币体系的话，英国经济很快就将会像其他的欧洲国家一样陷入困境。

你从那次交易中学到了什么？

市场不同意我的观点。但是相比倾听和耐心，我更倾向于在实践中锻炼自己。这是“我懂得比市场多”的一个典型的错误案例。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当我持有的资产价格上涨时，市场告诉我有很多人跟我的处境一样。如果我有些耐心，我本来可以在最顶部卖掉，那是一个拐点。相反，因为未能及时在拐点处出来，我受到了严重的伤害，我所能做的就是舔舐我的伤口，并且赶紧逃出来。我不仅损失很多钱，还错失了一个绝佳的机会，事情总是这样。

在交易过程中所做的最糟糕的事情，就是仅仅试图赚回本钱。我把那些人称为“祈祷的交易员”。我能够识别出这种人，因为他们来来回回地摇晃身体，并祈祷和喃喃自语，“噢，上帝，重新来过一次吧，让我保本吧”。

你说什么？保本？那是一个失败者，一个输家。我到这里来交易不只是为了保本的。市场里总是存在机会，所以忘掉保本的想法。如果你的目标仅仅是保本，那么你就不必再做交易了。

当交易员遭遇挫折时，如果要改变“祈祷的交易员”的形象，那么你的建议是什么？

深呼吸，退后一步，合上账簿，然后再从头开始。不要感觉到你正在失去一些东西，因为你总是会错过一些事情的。

我过去常常想，如果我去度假，我将会错失一些很好的交易。“这可能是最好的交易”是一种可怕的想法，因为，人的一生会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有100万个绝好的交易，市场中永远存在机会。所以，我现在会利用更多的时间不久后外出休假。

你在休假之后交易会更好吗？

我原来从不相信，但是现在我觉得是这样。在休假之后，我变得更加清醒，但是我喜欢休假回来的三四天，因为我必须要为了重新跟踪上步伐而不停地“追赶”。

你会为找一些交易线索而出去旅行吗？

不，我曾经想进行很多次这种尝试，结果反而分散了我的注意力。观察资金的流动更为重要。吉姆·罗杰斯总是说要摆脱疲劳。但我不知道那是否是对的，因为在同样的情况下，你可能会忘掉重点而只关注一些逸闻趣事。但如果你观察资金流动，阅读并倾听市场告诉你的信息，那么你将会获得更多。

你认为世界前进的方向是什么？

欧洲的走向成了一个非常有趣的故事。欧洲会把世界变成像欧盟一样吗？我不确定。德国是欧洲的发动机，但是法国出于政治而不是经济原因，愿意充当“格列佛（小人物）”。这样德国被迫转向东方，从而导致法国处境不佳。东欧是它们的墨西哥，那里的劳动力是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

廉价的、饥渴的、受过良好教育的。法国人自己并不想推行改革，他们希望有社会安全保障，但是谁会为此来支付费用呢？法国人真正的问题就在这里。失业率高达10%的法国，还能从欧元中减轻多少痛苦？我不喜欢法国人，因为他们的骄傲自大造成了很多问题，但是我担忧欧洲的分裂。对于我来说，欧洲是这个世界上最迷人和最重要的一个区域。

英国正在试图发现自我，同时他们也有可能走向自我毁灭。但是，无论如何，英国加入欧盟是不可能的。

我一直看好俄罗斯，即便是在其货币贬值时期。但是俄罗斯也确实有一些问题，这个国家有很多腐败现象，是一个盗贼横行的国家，他们的偷窃行为没有边界。普京正在做出一些积极的尝试，着手捉拿那些寡头官商，夺回并没收他们的部分财产，用来补充社会养老资金。他们在这方面将会有积极进展，低税率的俄罗斯有着当今世界上最好的税收体系。唯一的问题是，普京在关于私有产权保护问题上能走多远。从积极的一面看，他们的自然资源可谓是异常丰富；此外，他们曾有一个庞大的教育体系，培育了大量受过良好教育的人口。

对于美国，我不是很乐观。如果他们开始减少财政赤字，那事情就可能发生改变。每个人都说时代不同了，但是既是世界上最大的债务国同时又是世界货币储备国，就会出现问题。通货紧缩的唯一出路

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是通过印发大量钞票，但这一行为将对全球金融体系带来严重问题。

中国将永远是一个有趣的话题，但是如果认为在那里能大把大把地赚到钱，那就有点异想天开了。如果很多人在中国遭受财产损失，我不会感到惊讶。中国人做的事情，都是对中国自己有好处的事情。你越引诱他们，高深莫测的亚洲人就会越有耐心地等待你出错的那一刻。他们做事情有自己的时间表。

全球问题部分是资金流速，马来西亚在这方面很有意思。亚洲金融危机之后，他们严格限制资本流动，让资本进来，但是在其离开之前勒令征收出境税。我想，你将会看到更多的类似事情发生。

你认为全球化进程在减缓或是扭转吗？

不，我不这样看。但是，需要做些调整，学会怎样接受全球化带来的负面影响，而其中之一就是资金流动的速度和规模。

如果请你做一个持有期为5年的交易，你会怎么做？

哇！这么长时间的交易，我做不好的。如果你强迫我一定要做的话，我宁愿去东欧。东欧是我获取股票和房地产的第一选择。那里将会成为一个迷人的地方，因为那里有很高的教育水平，而且大规模的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资本即将流入那里。欧洲人愿意将他们的钱放在自己家里，他们喜欢稳定。东欧将具有令人难以置信的潜力，去捕获那些欧洲人的钱财。

你最得意的交易是哪次？

那是在1987年股市暴跌的时候。那时我正在管理一只基金，我感觉市场即将暴跌，所以分别对欧洲美元期货构建了多头和对标准普尔指数构建了空头仓位。当时，我已经察觉出熊市的到来，因为德国提高了利率，这相当于在每个人的投资计划里加入了一个破坏性因素。实际上，我是在那次风暴的前一天才建仓的。信不信由你，多亏了我那张图表，正好契合了我的熊市偏好。

我的头寸不大，但是市场行情是如此邪恶和疯狂，以至于动摇了我要坚持下去的信念。我没有在标准普尔指数构建的空头上停留很久，赚了点就出场了。但是，在那天高开的200个基点的欧洲美元期货上我坚持住了（见图10-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

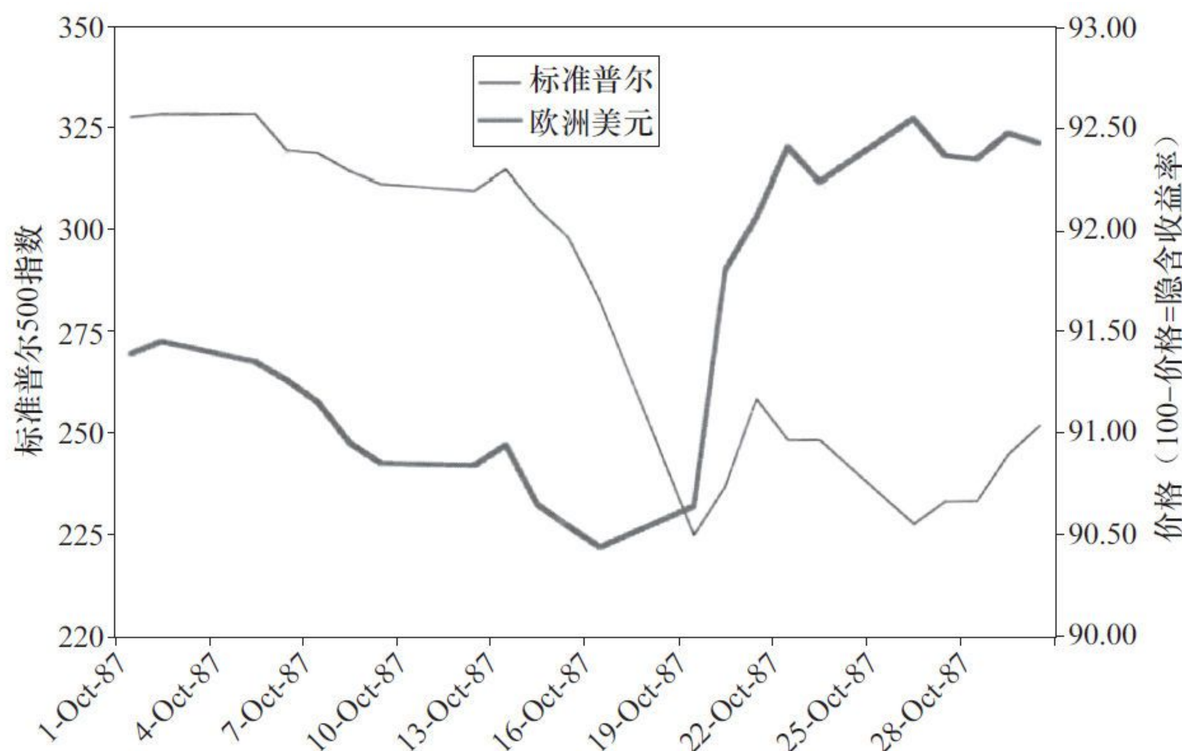


图10-2　标准普尔500指数和欧洲美元期货（1987年10月）

资料来源：Bloomberg.

在交易所里，“黑色星期一”是怎样的？

那是阴森可怕的。因为你根本不知道事情未来发展的严重程度。每个人都明显受到了打击，但是你并不知道伤害有多严重。我在货币贬值和市场崩溃的时候都在继续交易，但是从没有看到过别人像我那样，那一天能赢得那么多收益。实际上交易标准普尔指数后来反而成了一个很好的投资机会。由于其他人都不愿意做，于是我介入了标准普尔指数的交易，并开始做市。利润差价达到了让人难以置信的丰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厚，仅仅挠挠头就可以轻松地赚到钱。坦率地说，我不忍心这样。我记得我曾经对我的妻子说过："我拥有了真正美好的一天，但这说明不了任何事情。"我真不敢确定，这样的好事未来还有没有。

真正的黑色星期一，让我想起了"9·11"的情景。"9·11"后的3周内我都没有做交易，因为一点胃口都没有。"9·11"一发生，我就清仓了所有头寸并买入瑞士法郎，把钱放在瑞士，让人很有安全感，你知道瑞士不会被攻击，因为世界上所有不干净的人都有黑钱存在那里，没有人会愿意烧掉自己的钱。

你有没有赔钱的年份？

哦，当然有。曾经有好几年，我很顽固，背离了我的交易原则；有好几年的时间我被市场整得很惨；同样有好几年，我自认为我比市场更厉害。

不过谢天谢地，我没有破产。我相信是因为我的保守操作策略，才没有输到底。我可能会莽撞一次、二次，偶尔也会有第三次，但被市场教训后，我不会再去撞墙，因为我不想被踢出局。我对钱非常尊重——这同样来自中产阶级的敏感。

交易所里有人会抱怨错过了好交易，我会跟他说："算了吧，只要你还知道怎样承受损失，那就足够了。"当一天结束时，你就会发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现我这句话百分之百正确。你不要担心会赔钱，因为还有比你有可能被市场踢出局更糟的结果，而且再也没有机会回到这个行业里来了。也许你认为你比市场聪明，那就大错特错了。千万不要太顽固，要留意倾听市场的声音。你有时会因为发生了诸如“9·11”之类无法提防的事情而损失钱财，这没有什么的。

管理自己的资金和为客户管理资金，你对风险的管理方法是不同的，对吗？

你可能希望事情不是这样的，但是，的确就如你想的那样，对于自己的钱，我唯利是图，但是对于别人的钱我总是很谨慎，可以说完全是另外一种管理方式。最好的基金经理对客户的钱，也会有更强的唯利是图的欲望。

当你成功地经营好自己的钱的时候，你会变得更加小心谨慎。一些最好的基金经理也仅仅是基金经理而已，他们日薪是确定的，薪水的多少取决于他们的基金能赚多少钱。显然，这与很多成功运作自有资金的基金经理截然不同。

你构建的资产组合足够分散化吗？还有，当你在寻找到三四个绝佳的交易机会的时候，你会将资金分散化吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我做了很多小规模的交易，我将一直持有这些交易仓位的头寸不动，但是当我像雷达一样关注于三四件事情的时候，那就是我做得最好的时候。我仍然会关注其他交易——那些被我称为“附属交易”，但当资金流向少数板块时，我更喜欢集中瞄准三四个领域。

当我不集中关注少数领域而是广泛投资的时候，突然意识到自己的投资头寸竟然多达12个，但这时我已经管理不过来了。尽管在这些小规模交易中我没有赔钱，但这是一件非常恐怖的事情，你会厌烦这类蝇头小利的交易。

作为一个全球宏观操盘者，你为什么在芝加哥商品交易所交易？

我在这儿做交易，因为这是我获得经验的地方。我不会老是坐在房间里，在这里可以方便地到楼下的交易大厅里去。当你整天只坐在屏幕前时，思维就会变得很陈旧和迟钝，尽做傻事，或者是卷进本不应该碰的麻烦中去。因此我可以到交易大厅，和其他操盘手交谈，让自己兴奋起来，并把握市场的脉搏，在交流中获得能量与灵感。

你认为只坐在远程办公室里的对冲基金经理，会产生信息不对称的劣势吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果管理资金的规模足够大，他们会有自己的银行，并且有足够多的经纪人向他们反馈信息，这样一来，就没有劣势可言了。

但许多新手不太懂的就是风险。他们出身于投资银行，然后去做对冲基金。他们的交易习惯很差，也不知道怎样去真正管理风险。他们坐在电脑桌前，看着价格浮动涨跌下单，但就是察觉不到风险。没有任何方式比管理自己的钱更能够教会你如何做交易。但是他们可以为像我这样的人创造机会。市场的最伟大之处，就在于它是一种表象下的客观力量。

谁是你见过的给你印象最深的交易者？

应该算是保罗·都德·琼斯了，因为他对自己有信心的头寸一直坚持持仓。正如我前面所提到的，在我开始发行第一只基金时，保罗大量持仓，因此我一直认为他很有眼光。他能够灵活处理和控制如此大规模的头寸，这给我留下了很深的印象。

理查德·丹尼斯给我的印象也很深刻，他是一个出色的交易员。他能比任何人都更好地掌控交易头寸。当他以自己的方式工作时，他知道怎样去加仓。最大的成功在于他知道如何增加交易头寸，而这正好是我的弱点，我在交易中总是无法抓住一些好的订单。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你一定曾看到过许多交易员在交易所里转来转去，有什么特质可让你判断出哪一位是优秀的交易员呢？

有街头智慧、聪明灵活，但不自负。

你也许有足够的理由为自己的业绩感到骄傲，但如果你不能主动承认自己的错误，那么你在这一辈子就没有获得巨大成功的机会。在做全球宏观市场交易时，我80%的判断可能都是错的。我只希望通过良好的交易技巧，使得剩余20%的正确决策得到高回报，并且这部分收益要远大于那80%的错误决策所造成的损失。实际上，我所做的很多交易都不太好，因为我总是在观察、探索，就像执行侦查任务时一样，派一些士兵出去探视前方发生了什么情况，但是他们却并没有返回。

你认为芝加哥交易所还将会持续存在很久吗？

也许会，也许不会。无论是哪一种，我都会做出相应的调整，这些年来我一直在调整。我喜欢全球宏观市场投资，它的确让我受益匪浅。所以我会一直随时随地做出调整，从而可以检验不同的想法和理论，然后获得惊人的回报。在交易中，无论赢、输或平局，我都仍然觉得这种交易能让人沉醉与兴奋。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章　先锋

吉姆·罗杰斯（纽约）

吉姆·罗杰斯是一个响当当的名字，无须多做介绍。他是全球宏观基金业最有名望的人之一。他和乔治·索罗斯在1969年合作创立了著名的量子基金，在10年内赚了4200%，而标准普尔500指数的同期收益只有47%。从不害怕特立独行，罗杰斯总是一直不断地寻找那些独树一帜且与舆论不一致和主流背道而驰的投资观点。比如投资马来西亚的橡胶园、博茨瓦纳的股票市场，而那时的华尔街从业者都垂青传统的美国公司。为了发现那些被人遗忘的、被忽视的或只是未被察觉的观点，他跋山涉水走遍世界。他甚至因持续时间最长的汽车旅行而登上《吉尼斯世界纪录大全》。紧随早前的骑着摩托车在全球范围内旅行的足迹之后，那是他第二次这样的冒险。那次旅行促成了他的第一本畅销书《投资骑士》（Investment Biker），在他的第二本畅销书《冒险的资本家》（Adventure Capitalist）叙述了他在全世界范围内的汽车旅行。

的确，在他最近出版的书——《热门商品投资》（Hot Commodities）中，罗杰斯再次声称，尽管最近商品市场的价格上扬，但是我们还只是处在商品市场长期牛市的起点，牛市可以待续到2020年。他对自己的判断很有信心。根据他对过往历史的分析，牛市从未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

延续15～23年之久。“有一天农民和伐木工人可能会登上《财富》杂志的封面，得克萨斯州大学的入学人数可能比哈佛商学院的更多，并且财经电视频道CNBC可能会成为一个商品频道。”他预言。

这个来自亚拉巴马州的美国人已经习惯于坚守超长期投资观点。比如，勇于承认自己在交易中的不足之处，但是这并不意味着他不愿意积极地去赚钱。在1998年，他创立了罗杰斯国际商品指数，而该指数自从创立起升幅已经超过两倍，这使得它成为世界上业绩最佳的指数之一。

尽管罗杰斯具有冒险的天赋，喜欢抛头露面，但是他给人的印象是典型的全球宏观策略交易者，他总是乐意投资全世界的任何地方、任何东西。对于他来说，投资就是追求高收益，不管他是在密尔沃基还是马拉维，不管是持有股票、债券、货币或者商品的多头还是空头。

我在他的家里跟他会面，那是一座位于纽约上西区的维多利亚式别墅，在他家里可以俯视哈得逊河。他在1977年以105000美元购得，当时正值住宅市场崩溃不久。当时这是个与众不同的想法，而现在这所房屋的价值估计已经超过了1500万美元。我在学生时代就对他的书以及他的投资传奇有所了解，因此我渴望问他一些有关生意的历史以及一些他经历的重大事情。柔和的南方口音和标志性的领结暗示出他是一位温文尔雅的绅士，不是我所看到的精力充沛的、使人着迷的、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在说话的同时在做三件事的人。他家里堆放着动物毛皮、花瓶、地图和其他洋溢着中国特色的东西，当我目不暇接地观看满屋的古董时，罗杰斯问我：“你介意我在采访的同时做健身运动吗？”

我跟随他进入被他当成健身房的日光浴室。罗杰斯系上护耳滑雪帽，接着戴上印度尼西亚的农夫帽、手套，然后爬上他的水平自行车。他利用架在他前面的笔记本电脑发电子邮件。他的脸部因用力踩自行车的巨大压力变得有些扭曲，这不影响他继续告诉我关于他的投资生活，他的旅行以及他的宝贝女儿。

你如何理解“全球宏观”这个术语？

我不知道全球宏观是什么意思，或者至少我没有聪明到可以知道它的确切意思。我想，“全球”的意思是指全世界范围，“宏观”代表宏观经济。因此，我猜那就是它的意思，是从整个世界的角度出发看问题。这样说可以吗？我过关了吧？

在“全球宏观”这个术语出现之前，你就一直从事全球的宏观投资。你认为自从那时以来，你的投资风格发生了怎样的改变？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我总是在全世界范围内投资——不管是商品还是货币，是股票还是债券，是多头还是空头。因此对于我来说，这只是一种生活方式。对我而言，这是唯一的投资方式，我不知道还存在其他方式。我早年在华尔街的时候，我还记得，谈论购买丹麦克朗这种货币会让华尔街的人感到惊讶。

情况是否已经发生了改变呢？我想，从没有这个概念到发展成为现在人们常用的一个市场术语，这也许就是改变吧。我直到最近才听说这个术语——可能就是刚才你用到这个术语我才知道。就我看来，使用像“全球宏观”或“小盘专家”这类术语的人，都只是在玩弄市场噱头。

投资者，至少我心目中的投资者，会投资于任何合适的事物，不管是英镑多头还是小麦空头或者是澳大利亚石油公司股票的多头，这只是应该做的事情。一个人不会闲坐着说：“我是全球宏观投资者”或“本基金的投资风格是专注于中小盘成长型的”这类话。我从来没有那样做过。当下一波大萧条到来时，这些术语都会消失，这可能发生在这一个十年当中。

你认为类似“全球宏观”或“小盘股票”这类的术语有局限性吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术语当然是有局限性的，这样做可能是因为他们本身就是受限制的人——也许他们是受条件限制的投资者。我会讨厌别人对我说：“你只能投资美国小盘股。”我不会在某一方面做过多的短线投资。我拥有超过30个国家的各种投资，多头与空头兼具。自我设限是个笨蛋。

这就是我们为什么开始看到共同基金业出现萧条的原因吗？

是的，同样也是因为现在共同基金太多了。在过去的10年中，有太多的人涌进了投资圈。任何时候只要有钱可赚，不管是阿拉斯加州的黄金，还是加利福尼亚州的土地，或者是得克萨斯州石油，人们都会冲进去。在别人成功之后，每个人都进去，不久之后他们发现成功并不是那么容易。接着萧条就出现了。

投资界和金融界最近蔓延着淘金热。现在全球市场上大约存在50000家共同基金和8000家对冲基金。我向你保证，世界上不可能出现那么多聪明的29岁的人。在投资界赚钱并不那么容易，至少对于我来说从没容易过。因此鉴于许多原因，经济将会进入萧条。

你最近说对冲基金存在泡沫，能解释一下吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们做的许多事情，都过了头。

然而，是否存在这样一个泡沫：当资金都向价格飙升的资产蜂拥而来的时候，人们过于去追逐价格而不是价值，这最终是行不通的，市场必将反转？对冲基金不是资产，所以不应出现价格上涨，增加的应该是资金管理规模。

但这行的确出现了价格上涨。你知道现在这些家伙是怎么收费吗？过去，我们收取资产的1%和利润的20%，而现在有些人不假思索地收取资产的2%或3%的费用。

泡沫不止以一种方式显现出来。人们提高收入也造成了泡沫，这当然也是其中一种表现形式。一些人现在所需要做的就是说“我是对冲基金”，这样就可以得到很多钱。每一个人都在寻找可以投资的对冲基金。投资机构匆匆忙忙地寻找对冲基金，而这也太疯狂了。那样做得太过分了，不管你是否叫它泡沫。

对于一个保守的大学捐助基金，你会建议他们投资哪里？

商品和非美元资产。

是五五开吗？怎么划分比例？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我在1982年就告诉普林斯顿大学的信托委员会全部把钱投入标准普尔指数基金，他们会把我赶出去，他们本应该那样做。

而现在，2005年，他们应该把大量资产投资于商品市场，通过某种商品指数基金，这可能是最好的投资方式；从传统上看，通过一个资金管理者并不是最好的投资方式。他们应该把大量的资产投资于原材料。多大比例，留给你决定，但其余的资产如果还有剩余的话，应该投资于非美元资产。

捐助基金能够维持几十年，而美元并不能维持几十年。因此，任何人把大量资金投资于以美元记价的资产，都会在未来的几年里吃尽苦头。

我女儿现在18个月大。我女儿也有个银行账户。她没有美元账户，那是一个瑞士银行账户，当她25岁时会明白，美元不会给她带来任何好处。

她18个月大，就知道美元是个糟糕的投资了？

我希望她知道。她将来还得照顾我，因此我希望她能这样正确思考。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你作为对美元的公开看跌者已经好几年了，从现在起美元还会下跌多少？

美元会下跌很多，美国也会实施汇率管制。那是政客一直喜欢采用的手段。目前看来，美国政客希望美元下跌，他们鼓励并支持这样做。这是一个在世界上任何国家都无效的可怕政策。我建议美国读者要有爱国心，帮助并支持政府卖掉美元，把你手中的美元花掉。

它会下滑到多低？话说回来，英镑曾经是世界储备货币，它从顶峰下滑到谷底贬值了80%。从另一方面来看，美元对英镑上涨了400%（见图11-1）。

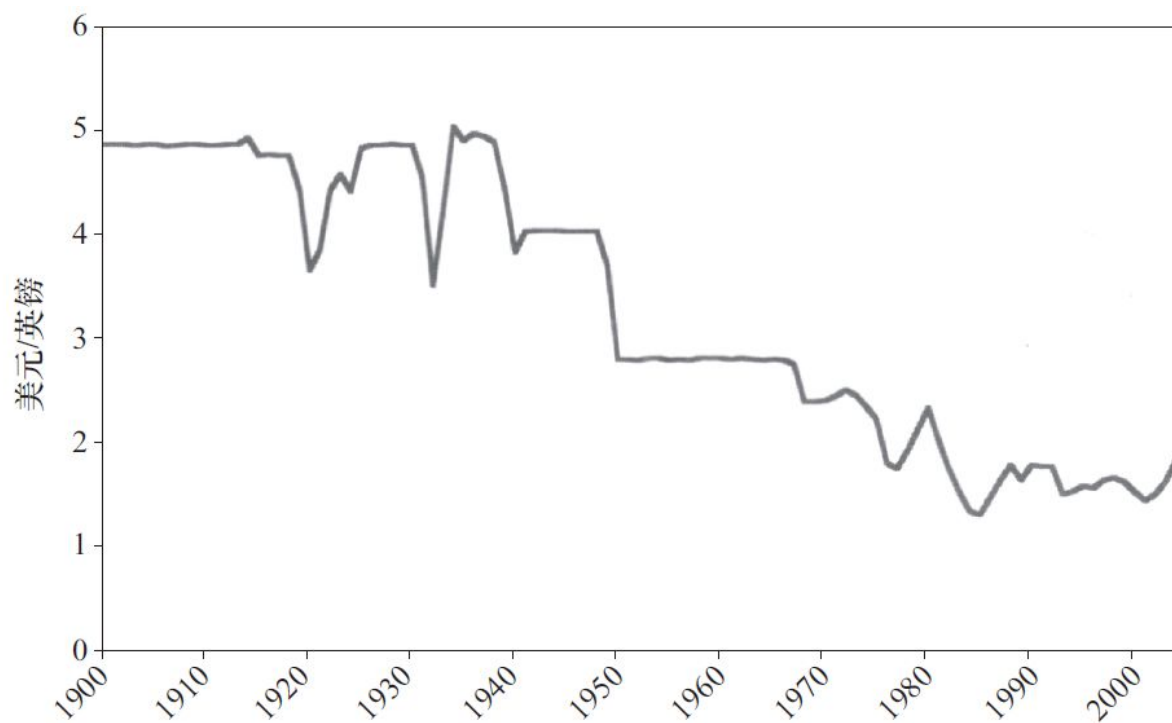


图11-1　英镑（1900～2004年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料来源：Lawrence H.Offiecr，“Exchange rate belween the Unitcd States dollar and the British pound.1791-2004.”Economic History Sorvices，EH.Net，2004.

类似地，第二次世界大战后，日元与美元的汇价是1美元兑500日元。而现在是1美元兑100日元，因此日元升值了400%而美元贬值了80%。然而，日本仍然还是非常有竞争力的（见图11-2）。



图11-2　日元（1950～2005年）

资料来源：CRB.

我认为，在未来几年里美元肯定会贬值40%～50%。当然，在下滑过程中，也会有反弹，而且一些反弹幅度将会很大。在多年的熊市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，总会有一些事情导致大的上扬。

现在要说清的是，这并不意味着我们到时肯定会有竞争力。我给你举过日本的例子，即使当日元兑美元升值400%的情况下，他们还是存在贸易顺差。

美元会贬值到只有欧元一半的价值吗？

哦，当然。但是在那之前，欧元会面临一些严峻的压力，可能会解体。我持有一些欧元，但我并不期待欧元还能存活15年。欧元已经成为政治货币，而不是经济货币。欧洲的人口问题很可怕，当美元贬值到那种程度时，欧洲将会受到重击。

欧盟应该为了减轻人口压力而接受土耳其入盟吗？

这是确定无疑的。现在欧盟能够做得最好的事情，就是把土耳其吸纳进来。当它最近吸收10个新成员时，它们带来了10个新问题，因为这些国家毫无贡献可言。

土耳其人口与那10个国家的人口加起来相当，使用一种语言，还有较高生产率的劳动力。吸收土耳其加入欧盟，可以解决许多问题。因此如果我是欧盟，我就马上吸收土耳其为成员国。对欧盟以及它自身的生死存活，这是一件大好事。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显然，他们不愿意这样做，是因为它认为土耳其人“不像我们欧洲人，他们的语言那么奇特，宗教那么奇特，皮肤也那么奇怪”。

你认为欧盟接受一个伊斯兰国家是件好事吗？

是的，但那是一个更大的议题。不幸的是，纵观历史，当事情开始出现问题时，政客喜欢利用宗教和外国人转移公众视线。他们说：“我们所有的问题，都是那些外国人和他们离经叛道的宗教造成的。”而这样的事情正在各地发生。

基督教与伊斯兰教本身都不存在问题，而且也没有冲突的理由。这很让人惊讶。两个宗教都拥有自己的先知，教义也大同小异，但就像基督教徒以耶稣的名义相互争斗杀戮了几个世纪一样，穆斯林也以穆罕默德的名义相互争斗杀戮了几个世纪。

让人们为理查德·尼克松而死并不容易，但是要让人们为穆罕默德或耶稣献出生命却是可能的。在世界各个地方，宗教两次被政客利用，这是可怕的悲剧，但它确实正在发生。

类似地，不管什么时候发生战争，政客们总会说：“你可能不喜欢这样，这可能有点困难，但至少要支持军队。”支持前线这些优秀、诚实的美国的或德国的或者你所选择的国家的孩子，而事实上这意味着支持我或不要批评我，否则就是不支持军队。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你提到的即将发生的金融灾难，是由美国政客和政策带来的吗？

我们希望能避免一切灾难，让我们希望这只是一场危机或半危机。但是政客从来都是把事情搞得乱七八糟的，他们把半危机变成危机，最后变成了一场灾难，因此我们只经历半危机的可能性甚微。

目前美国的对外政策正在全世界范围内树敌，同样美国也在过度地使用金融资源。这使得我们变成了敌人的目标和征兵借口，置我们于危险境地。我们很难从中解脱出来。

我们在地缘政治和军事上的扩张都是极其过度的。如果爆发其他事件，就无暇应对了。如果韩国或中国台湾出现问题，我们将束手无策。

你怎样看待下一个10年可能发生的金融危机？

我还没有足够聪明到可以预知未来。我能确信的是：因为美元的弱势状态，货币市场将成为事件中心。美元成为世界储备货币和交换媒介已经60多年了，情况正在发生转变。美元是一种有明显缺陷的货币。我们是世界上最大的债务国，并且外债正以每21个月增加1万亿美元的速度增长。计算一下，越来越多的人将会把钱移出美国。我告诉我的女儿不要开立美国银行的账户，其他人也会这样做的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为什么30年期美国国库券的收益率低于5%？

因为亚洲国家央行的疯狂和惯性。当你问日本的那些官僚，为什么购买美国国库券时，他们会说：“这就是政策，而且我们一直都在这样做。”这种回答令人讶异。债券市场的牛市兴起于1981年，终止于2003年。但可笑的是，他们的思维方式却还没有改变。

你可能年龄太小不记得，让我告诉你关于债券市场最后一次由熊转牛的事情。在1981年债券市场达到低谷时，美国债券年收益率为15%。熊市已经终结，一个新的长期牛市正式拉开序幕。然而在1984年，3年之后，美国政府债券反弹，年收益率达到14%。债券市场行情两次回调，达到1981年的最低点（见图11-3）。毫无疑问，债券市场中现在也发生这类情况，依我之见，美国债券行情的好日子已经结束了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

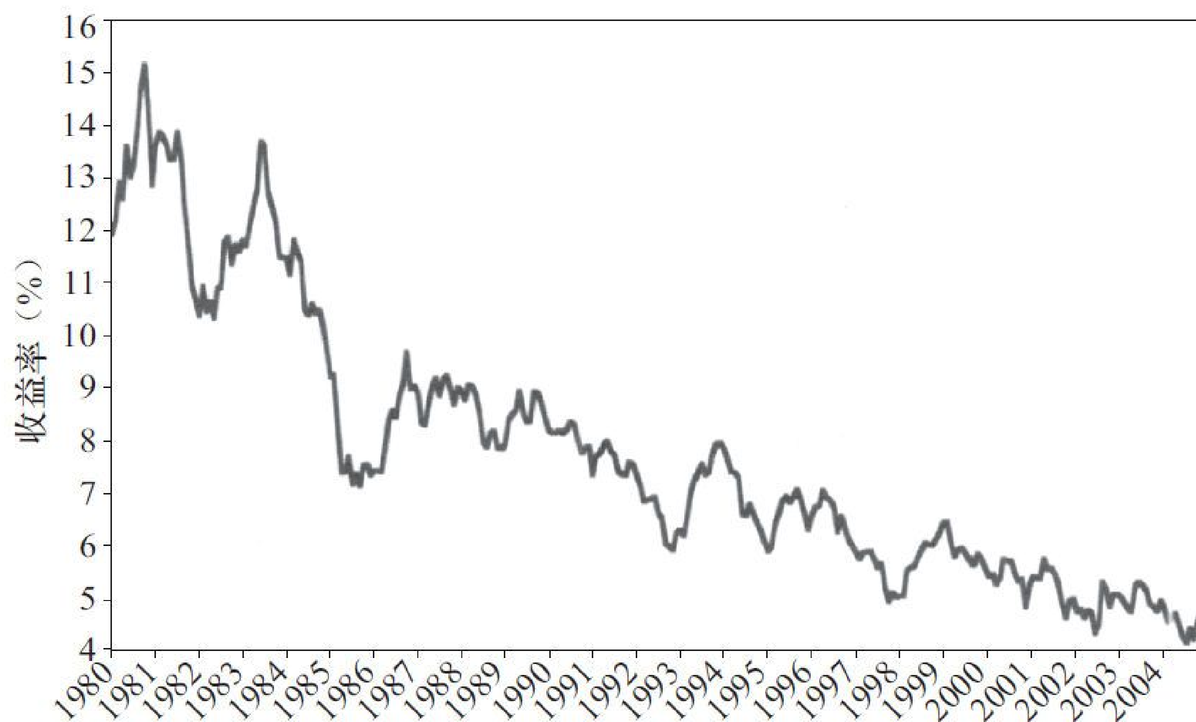


图11-3　30年期美国国库券（1980～2005年）

资料来源：Bloomberg.

是不是市场在走向目的地之前，总是喜欢用震仓把立场不稳的投资者清除出去？

我不知道市场是否会聪明地说：“让我检验一下还有多少立场不稳的人？”但历史上这样的事情发生得并不少。这是人性所致。很多人伴随着债券牛市长大，这就像日本央行一样，他们会继续购买美国债券，直到他们不能忍受债券下跌所带来的痛苦，并承认行情确实变了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你曾经说过在市场面前，人几乎总是错误的？

对。我并不是第一个观察到这件事的人。任何时候不管人们站在市场的哪一方，几乎总是被事实证明是错误的。人类在数百年内都没有发生改变，我们还在被同样的恐惧和期待所误导。

通常来说，某事物经历20年的上扬趋势或下滑趋势，是不正常的，应该会发生反转。纵观全景，不管什么时候，如果某事物处于长期的高点，而人们陷入过度疯狂的热情中，那么就是选择另外一条路的时候了。

在众人疯狂时卖出，在恐惧时买入，对吗？

对，在众人恐慌时买入。

你现在买入什么？

就像我们刚才说的，我持有债券空头。我现在这样做也许显得有点为时过早，但是事情现在正朝这个方向发展。现在，我还没有卖掉美元，当然，我计划在未来的一两年内卖掉更多的美元。我现在买入糖、棉花和橘子汁。

你怎么看待黄金？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我持有不少黄金。我预期黄金价格在未来的几年里会升得更高，但是我期望在其他商品上能赚更多的钱。在未来的5年里，在糖和棉花上赚的钱将比投资于黄金赚得更多。

你曾说过黄金是抵御通货膨胀的保值手段。在你的投资生涯中，黄金作为一种投资工具发生了怎样的改变？

只要出现了牛市，几年以后，人们就会变得疯狂。他们会这样想："啊呀，过去5年发生的事情将会永远持续下去。"

在20世纪70年代，因为供需方面的原因，黄金价格上涨了。黄金市场的牛市吸引了每一个人。因此，在最后一两年里黄金价格增长了两倍，就像纳斯达克在1998年和1999年的情况一样。每一个人都坚信黄金过去是、将来也是通货膨胀的保值手段，就像人们在1998年说网上支付公司和新经济革命将永远进行下去一样。

但是如同网上支付公司一样，黄金狂热者没有读懂历史。在过去500年的时间里，世界上每30年或40年就会出现新经济和新时代，如果有人回头追溯黄金的历史，他们就会发现在相当长的一些时段，黄金价格没有发生变化，而在某些相当长的时段（通货膨胀期间），事实上黄金价格下降了（见图11-4）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

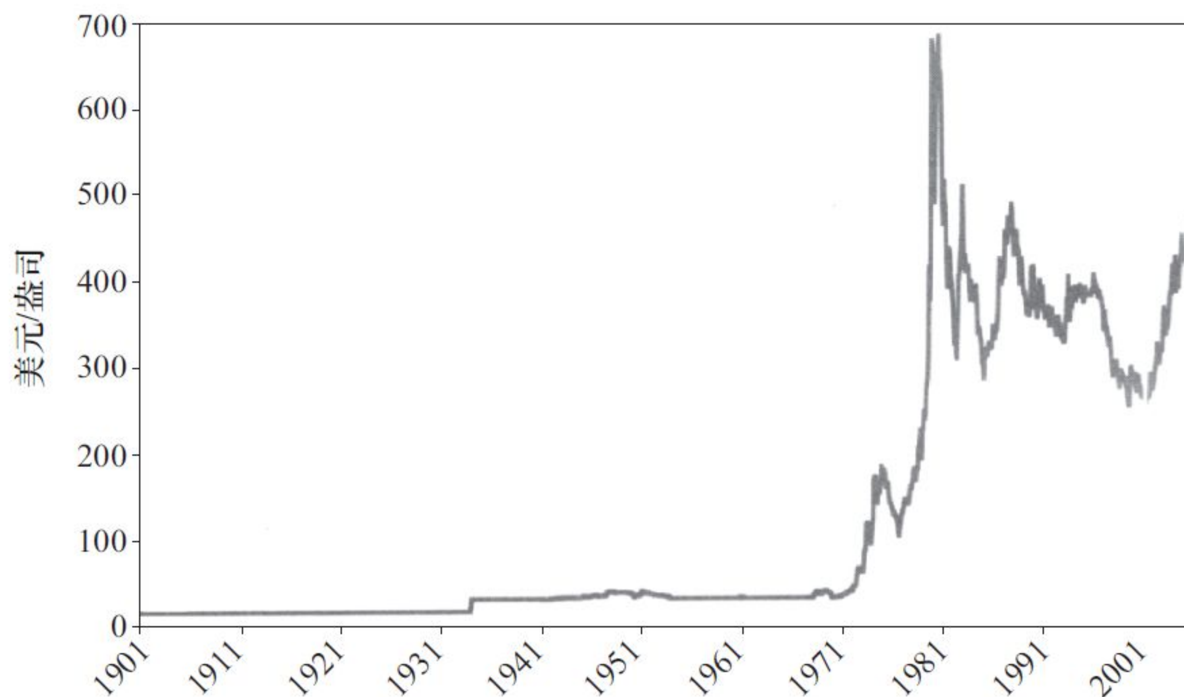


图11-4　黄金（1901～2005年）

资料来源：CRB.

尽管一些人始终认为黄金是神圣的，但是黄金崇拜者的数量现在已经大大减少了。认为黄金是一种神秘物质的想法，在20世纪70年代期间无疑发生了变化。绝大多数人现在认为黄金并非良好的投资品。越来越多的人意识到黄金就像其他任何东西一样，服从供需原理。因此从这种意义上说，黄金这种投资工具确实发生了改变。

现在的投资周期，是不是使你想起了20世纪70年代？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对，但不仅仅让我想起了20世纪70年代，更让我想起了历史上许多供需出现问题的时段。回过头去看，你会发现在过去的100年、200年和500年中，每当经历周期性的、长期性的商品市场牛市后，迎来的都是周期性、长期的商品市场熊市。同样，在我们经历了长期的股票市场熊市之后，紧接着是长期的股票市场牛市。我可以告诉你为什么会如此，但是有谁在意我的理论呢。

我在意，请你讲讲。

我举个凯洛格（Kellogg）公司的例子。在20世纪90年代，凯洛格是一家大公司，是一只好股票。凯洛格的股价上涨了许多，因为凯洛格可以不断降低原材料成本，不管是小麦、谷类、纸类、铜，还是其他任何东西。因此成本受到控制，利润不断提高而让股票持有者很开心。

当商品市场出现牛市时，相反的情况发生了。控制成本已不可能。即使一家公司努力对冲保值，绝大多数时间都无济于事，因为保值部门只经历过商品市场熊市。因此在遇到商品市场牛市时，原材料价格不断上涨，利润空间被压缩，股东利益受到伤害。

现在，不管正确与否，这是我的理论。但是事实上它总是很有效。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资时最重要的是了解历史吗？

投资中最重要的事情，是低买高卖。

在金融界，有许多人甚至都不知道历史这回事。他们认为当他们在美林、德意志银行或其他地方开始露脸时，市场才被创造出来，并且他们也都很赚钱。

对于我来说，历史是重要的。要想在市场取得长期成功，你必须懂得历史。长期的成功故事，是由那些通过经历、阅读了解历史和市场动作的人谱写的。

如果你想了解历史，那么应该观察最近100年的世界演变。你会发现世界总是在变化，任何我们自认为已经知道的东西，10年以后就不会是这样了。这种思维对我的投资工作帮助巨大。

我知道总是会发生泡沫，而且它们总是看起来一个样，这是最该死的事情。人们在泡沫中总是重复说：“这种新技术将改变世界”或“你不理解正在发生什么，你这个老顽固”。在历史上的每次泡沫中，所有事情都在老调重弹，不管是商品、石油还是债券。在这种自我欺骗中，人们总是会变得很疯狂。聪明人赚钱，总是会留下一些赚钱空间而提早出局，因为他们不相信自己总能卖在最高点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你总是对泡沫押注吗？

对。但是，就像我所说的，选择正确时机是件难事。我记得1979年的科威特泡沫危机。我希望卖空，但是幸亏我没有那样做。他们不允许外国人做任何事，这让我躲过了一劫，我本来会在那场泡沫中损失至少3倍的资金。那是一个很好的教训。

你曾说过央行官员总是错的，你也喜欢对他们的政策押注吗？

他们几乎总是错的。我的意思是，应该记住他们是官僚主义者。如果能得到更好的差事，他们也就不会为政府工作了。看看格林斯潘，他就是官僚主义者。他是个失败者，那就是他一直尽力为政府工作的原因。看看他的职业生涯，以及他作为一个央行官员的历史，可以说是一团糟。

道德风险是不是现在世界上最大的问题之一。

我不会太担忧道德风险，但是政府提供救助，总是一件错误的事情。看一下日本，已经帮助他们的人民摆脱财务困难14年了，同时还支撑着那些奄奄一息的公司。如果他们任由那些公司倒闭，那么在过去的10年中，日本本应取得更大的成功。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有趣的是，格林斯潘总是一直不断地对日本说："你们为什么不进行系统革新？为什么不让公司破产倒闭？你们为什么不停止支持银行？"然而，他自己却让美国做同样的事情。他把利率削减到1%的水平去拯救每一个人，并且在长期资本管理公司事件中竭力帮助自己的好友。

运用政府权力竭力挽救某件事，但是却帮了倒忙，让事情变得更糟，这样的例子在历史上不胜枚举。你必须敢于断臂求生，否则会殃及全身，最终会死去。

你认为自己属于奥地利学派吗？

如果一定要贴个标签的话，我认为可以这么说。

我听说你说过自己不是一个优秀的交易员，但是，似乎你经常能捕捉到长期反转趋势。你是怎样做到的？

因为犯错误，我损失了足够多的钱，我想自己本应该做得更好。如果说我在交易方面已经变得更熟练老到的话，那是因为我犯过足够多的错误。不管某事是处于冲击中或是突然一飞冲天地登上了《纽约时报》的头版，也不管你是长期如何看好，还是有必要保持冷静。比如，最近建议进行美元交易的文章已经在《纽约时报》的头版出现三

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

四次了。就像你们已经听说过的，我对美元行情特别看空，但是我也会足够理智，当流行媒体报道建议美元交易时，我不会卖空美元。

你所说的这些，也适用于商品市场交易吗？

不，我不这样认为，你看几个交易就会明白。现在糖价位于历史最高点的80%，而棉花价格也位于历史最高点的60%，银价处于历史最高点的80%，金价是其历史最高值的60%，大豆价格达到其历史最高点的60%。甚至油价，如果经过通货膨胀的调整，也位于其过去价格的50%。因此，我很难不把商品市场上正在发生的一切与泡沫联系在一起。在每一个牛市和熊市里，都存在短暂的停顿和巩固。我希望不久之后会出现这样的机会，那时我就会购买更多的商品。

你以前说过当中国硬着陆时是购买更多商品的大好时机，这种说法登上了《商业周刊》的封面。

那是我的计划，但也许那种情况不会发生。我期待中国出现硬着陆，那将是购买商品的一个大好时机，而中国可能是最后一个大好机会。在这个过程中会出现一些大的波折，但是我们处于一个长期的大牛市，那是你赚钱的地方，也是我赚钱的地方。

你是不是总是预先做出计划，然后按计划进行交易？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管有时我会等待，当我尽力做某事时，我是有原因的，有时我会预见到一波趋势，有时会发生一些我没考虑到的事情。

比如，以航空公司为例，我现在购买航空公司的债券，收益率是16%～20%。两三个月前，我在石油价格将飞涨时，就购买了航空公司债券。顺便说一下，我也看涨石油行情。当石油泡沫破灭时，航空公司债券就会崩溃，而我购买航空公司的债券就是因为产业正处于低谷。如果我的预期是正确的，就会在短期内赚取15%或20%的收益。而如果我错了，那么当航空公司重组时，作为债券持有人至少会成为航空公司的所有者。

因此在这个例子中，当时，我并非漫无目的地购买航空公司的债券。但是在几个星期之后，我留意到了在我的投资经历中已经发生过好多次的事情：当行业中的每一个人都在亏损而有一些公司破产时，那么通常该行业就处于低谷。因此这个行业要么消失，要么将会回转。

你从哪里获得交易的点子？

从《金融时报》《华尔街日报》《红鲱鱼》《经济学人》以及在街道漫步时获得的信息。在上面这个例子中，在乘飞机时，我发现都是满座，甚至有时很难预订座位。我知道航空公司一直都在亏钱，再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把这两个事实放在一起，根据推理就可得出该行业可能处于低谷的结论。

所以你并没有魔杖或者秘方？

我希望我有魔杖！我的天哪，生活不会如此容易吧！

你怎样构建投资组合？你是否使用了现代构建投资组合技巧？

没有，绝对没有。我对那种事情不知道也不懂，不管是事先计划好的还是没有计划好的，我的投资组合会随着机会的增加而发生改变。如果事情发展到必须结束交易时，我就会结束交易，但是我通常没有遇到过那种问题。如果我决定购买航空公司债券，但是没有足够的资金，那么我就会卖掉一些东西。从理论上来说，当我认为某些头寸成熟时，就会平仓。

我没有设置委员会，因此没必要每个季度报告资金配置情况。知道自己值多少的人，实际上不会有太多的钱。我不会琢磨去年或者上个月我做得怎么样，也不会去理清我的资金配置究竟是多少。我心中自有一本账。我知道什么时候去平仓，什么时候去建仓。但是，只有在心中有清晰的全景时或者在心中做多的想法已经有好几年时，我才

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

去做这些事情。换句话说，我将来不必担心该项交易，没必要再进行交易或者选择时机。事实上，尽管你对我赞誉有加，我并不擅长时机选择。

如果你满仓投资，而大部分头寸因为市场恐慌而不是基本面因素而被套牢，那么你该怎么做?

最近我没有过多地使用杠杆。我已经不再那样做了。我会在头寸上留有余地，为利用杠杆进行新交易留下一线机会。曾经有段时间我充分使用杠杆，但是现在我总是会留些余地。

你的投资组合管理方式或者交易风格与在量子基金时有何不同?

我们过去充分使用杠杆。确实是充分使用杠杆！当我现在回想起那时的情景，我会说：“我们这些家伙那时到底是怎么回事？”然而，我那时并没有出现失眠问题。回顾从前，我发现最主要的错误在于我们总是以为自己是对的。

回想那时，我总是过于亲力亲为了。如果我想持有航空公司的债券，那么我会先考察所有的航空公司、所有航空公司的数据表，去考察交易协会，参观波音公司以及考察空中客车公司。我会先做很多工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，每天都密切地观察行情走向。我会观察小到每一个基点的变动，观察每一笔交易，不是为了交易，而只是为了了解正在发生的一切。那些日子，已经一去不复返了，我现在不会这样做了。是不是因为我知识更丰富，或者经历过更多更好的事情呢？或者是因为我更懒惰或更懒散了呢？也许这些都是原因。

和乔治·索罗斯一起工作的日子里，你学到了哪些经验教训？

除了知道世界上有伟大的交易员和伟大的投资者之外，什么都没有学到。我懂得了我自己不是一个伟大的交易员。我所取得的任何成功，都来自我发现了那些正在发生基本改变的廉价产品，然后购买它们。无论过去、现在和将来，我都会这样做。

你认为市场上的长期成功是靠运气吗？

如果某人抛硬币100次，确实可能抛的都是正面。但是也存在很多这样的人，他们做出了投资决策，解释了为什么会做出这种决策，并且结果显示这是正确的投资。显然他们不仅仅是在碰运气。如果一个人说：“我将会因为那些原因去购买X。”而且在长达10年的时间里他都收益不错，那我很难把这叫作“抛硬币”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资界你钦佩谁？

每一个成功的人。

那些创立了美林公司的人是取得惊人成功的人。在20世纪20年代，当他们说：“我们将会把目光锁定在个人投资者身上。”每个人都嘲笑他们。话说回来，他们是一群天才，他们建立了一家伟大的公司。

麦克·斯坦哈特（Mike Steinhardt）已经取得了空前的成功。他成功的方式与我完全不同，但是你不得不钦佩他。

看一下罗伊·纽伯格（Roy Neuberger）。他已经100多岁了，还坚持每天去办公室，做交易，然后回家。我曾经为罗伊·纽伯格工作过一段时间。我记得他一边播放音乐，一边阅读杂志，然后他会说：“交易厅有100000股IBM的股票待售，要价379.5美元。”结果你发现交易厅内显示的交易价格恰好会是379.5美元。他已经锻炼出如此强的第六感，简直难以置信。我甚至不理解他在做什么，但是羡慕干得如此出色的人。

我羡慕那些能打破100米短跑纪录的人，但我做不到。

投资界是一个美丽之处在于它非常简单。不像在通用汽车这样的大公司，在那里你必须每天工作，穿得体的衣服，说得体的话，加入

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与身份相符的俱乐部。在那里，你可以做也可以不做，但你永远都不知道这是为什么。

投资界好像田径和运动员。如果你的股票涨了，它们就是涨了，就这么简单！你是否上过大学，是否穿得体的衣服，高尔夫是否打得很棒，都无关紧要。100米跑也一样。如果你比其他任何人都跑得快，除了你跑得快这个事实没人会介意别的东西。

所以，与交易相比，你更喜欢投资，对吗？

交易并不是我的乐趣。我的乐趣是追踪那些大的“宏观”事件，或者叫长期趋势，我一直都这样叫它。记得20世纪70年代初我们写过一篇文章，谈到赚钱的方法就是购买长期趋势。人们也许会打电话询问：“你是说上帝吗？”长期趋势并没有那种含意。长期趋势是我过去所用的词，我觉得现在应该把它称为全球宏观——全球范围内的长期趋势。

在你捕捉过的世界范围的长期趋势中，哪种是你喜欢的？

我不知道，但的确有一些好的趋势，你问我喜欢的，那意味着是成功的。我经常更喜欢谈论我做错的事，因为从中可以吸取教训。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我最喜欢的一次交易是20世纪70年代的国防股票。越南战争后，这类股票被扫进垃圾桶——每一个人都讨厌国防股票，没有人购买国防股票，其实这是当时最棒的股票，我买了一大堆。

当时我32岁，被邀请参加一个宴会，席间一群能人在闲谈，“我做这个”“我买那个”。我记得我对在座的人说：“我购买洛克希德股票，我的理由是……”话还没说完，就听见桌子另一端有一个知识渊博的名人大声耳语：“哪个家伙居然会买那种股票？”

这是我平生第一次遇到这种事情，我遇到了那些大人物和那个打击我的人。此外，每一个人都在谈论那些50～100倍市盈率的公司，而我却谈论一个破产的行业。顺便说一下，在接下来的几年里，洛克希德股票上涨了大约100倍。在那之后，一个听我说过那话的人打电话给我，我对他说：“现在你不应该购买洛克希德，你应该购买劳拉尔公司的股票。”当时劳拉尔公司的股票卖2美元一股。

那人说：“我不能买低于10美元的股票。”

罗杰斯：“那只股票将会上涨到30美元。”

那人：“好的，当它上涨到10美元一股时，打电话告诉我，我会买。”

罗杰斯：“但到那时已经涨了4倍。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那人："没关系，那时我会买的。"

他确实那样做了，这是我一生中见过的最糟糕的事。他真的等股票又上涨了5倍时，才开始购买。我非常清晰地记得这两段小插曲，它们解释了投资界的狂热与愚蠢。

在投资界存在许多人为的机会，因为资金管理公司有类似"你不能购买低于10美元的股票"这样的规则。

毫无疑问，我喜欢的另一个交易是商品投资交易。1998年年底，我创立了商品指数基金，因为我相信商品市场20年的熊市即将结束。你也许不会相信我过去在财经电视频道受过的嘲弄。他们都在口沫横飞地大谈网上支付公司，而我却坐在那里说："我正准备建立商品指数基金。中国值得投资。"你知道故事的余下部分，那个基金的表现相当不错。我可以告诉你自己犯过的许多错误，不过你问的是我最喜欢的交易。

我同样渴望听你谈谈犯过的错误，以及你从中学到了什么？

跳进我脑海中的第一个错误，是1980年我持有的石油空头，确切地说是发生在伊拉克入侵伊朗的那个星期五的下午。我太粗心，或者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说我没有做足够的准备工作。如果我做了准备，就应该意识到伊拉克军队正朝伊朗边境推进。

那发生在我退休大约6个月之后，我不再像以前那样做细致的积累工作。我有点自傲，有点自以为是，那件事给了我致命的一击——“你最好做准备工作”。市场总是知道得比你多。

但是，你不是说市场几乎总是错的吗？

即使它常犯错误，还是会每过一阵子就教训你一次，提醒你谁是老板。

你可能感兴趣的另一件糟糕的交易，发生在20世纪70年代初我刚跨入这个行业时。当其他人将要破产倒闭时，我把资金增加了两倍，几个月后就损失了所有的钱。我原以为知道自己在做什么，但事实上我并不知道。

我拿出我所有的资金在股票市场上买入认沽期权。我认为市场将会崩溃，而事实也确实如此。1970年5月，市场经历了自1937年以来最严重的崩溃，于是我两次把资金增加两倍。我觉得自己是如此聪明，心想：“赚钱很容易。”

之后我认为市场将会反弹回升，因此卖掉了所有的认沽期权。市场如期上涨了，因此我开始认为自己对市场相当了解。在市场上升终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结后，我希望再次购买认沽期权。然而那时的期权费相当高，因此我两次动用我所有的资金全部做空头。两个月后，我变得一贫如洗。最要命的是，我做空头的绝大部分公司也都倒闭破产了。但是还不是最要紧的，当市场真正耗尽了它最后的上升反弹动力时，我却已经没有余力了。

这件事让我认识到自己对交易并不是什么都知道，尽管我比其他人都聪明，要学的东西还是有很多。

你现在对大局有何看法？

我看好非洲市场行情。它将成为另外一个长期牛市。我一直都持有以前买入的博茨瓦纳股票。只要能得到股利，我都不假思索地继续买入。

在我第一次环球旅游回来后，就看多非洲行情，因为我知道没人愿意投资那里。柏林墙刚被推倒，那些非洲领导人很快得到了消息，并改变了他们的意识形态观点。

因此我充满热情地回到非洲开始我的第二次旅行。那是我第一次深入非洲中部。这次的旅行路线更长，我在32个国家停留过。这次花费更长时间的原因是：第一，我喜欢非洲；第二，我想验证一下我是否正确。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离开非洲时，我意识到之前许多让我充满信心的人，原来和他们的祖先一样糟糕，他们都沉醉于权力和腐败，他们是盗贼、骗子、罪犯。非洲有好的地方，但也有许多我原以为是好的，可结果显示恰恰相反的地方。乌干达还不错，但并不是我原本希望的那样。埃塞俄比亚很好，安哥拉未来会好，坦桑尼亚也不错。

非洲的战争现在逐渐平息，因为没有人再支持他们。而在冷战时期，美国中央情报局和苏联克格勃曾在那里大撒金钱。

我热爱非洲有许多原因。这里有很多好的投资题材，但是非洲的基本主题是自然资源丰富，而且我对原材料看涨。他们没有汽车工业，不能生产很多笔记本电脑；但是他们拥有许多原材料。如果我判断正确，自然资源将会再延续大约15年牛市，因此财富将从那里滚滚而来。许多故事非常壮观但并不持久，会随着非洲牛市结束。当商品市场的熊市再次来临时，非洲将遭受伤害。

你提到克格勃，投资界都担心普京会把俄罗斯带回克格勃时代，而且你说他们没有钱，但是最近的油价上涨却让俄罗斯赚得盆满钵满。

的确，他们从最近的油价上涨中赚了许多钱，但是绝大部分钱都流到了国外。普京得到了他所能得到的，但他没把钱浪费在非洲的独

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

裁者身上。他不会那样缺乏理智。

普京是在无声的政变中夺权的。我不知道你是否听说过叶利钦的晚境，他说："当他们来看我时……"谈到了夺取他权力的集团。因此并不是普京一个人，这是一次集团夺权，而且悄无声息，因为他们知道如果公开夺权，西方投资者会撤回资金。因此他们做得非常聪明，但是确定无疑的是克格勃重新夺回了权力。

当苏联解体时，那些勇敢的、机会主义的大权在握者竭力攫取他们所能占有的财产。如果你管理伏特加工厂，并且头脑清醒，你可以大言不惭地说："这个工厂属于我。"没有人会阻止你。那些工人一直为你工作，突然之间工厂就成为你的了。如果你更大胆一些，你说："这是我的化学工厂"或者"这是我的石油公司"。那么那些就变成你的了。那些人主要是二三十岁或许四十岁左右的年轻人，他们确实窃取了许多国家财富。普京现在正尽力追回部分财产。

那些攫取了财富并且以为自己很聪明的人，现在正在吃苦头。那些知道机会只有一次的人匆匆溜走，在伦敦购买足球俱乐部。他们没有闲坐在那里说："我是大天才。"他们知道把握时势，而现在躲在列支敦士登或巴拿马。那些自以为有些天分的人，现在正遭受牢狱之灾，而且会失去一切。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你可以说一些科技股泡沫期间发生在美国的类似事情吗，像马可·库班这类及时抛售股票然后购买篮球队的人？

确实如此。马可·库班至少很幸运，当他还可以大捞一笔的时候就退出了市场。我不知道他是否会利用篮球队继续赚钱。有许多那样的人，没有在适当的时候退出市场的智慧，因此输光了一切。我知道许多人卖掉了自己的公司，把10亿美元收入囊中，后来那些公司完蛋了，彻底消失了！事实上，那些被卖掉的公司一点价值都没有了，但是他们兜里却多了10亿美元。我对此感到十分惊讶。

我可以认为你不看好或者在做空俄罗斯吗？

我持有卢布空头，但那发生在1998年。我在6月或7月的巴伦年度中期圆桌会议上谈到这个问题了。我说的第一件事是：“我持有卢布空头，你们也应该这样。”我猜你知道故事的下半段。

你那时肯定把手中的货卖给了索罗斯，他是俄罗斯牛市论者。

你可以自己去打听这件事。我知道的是确实人有在买入卢布。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

俄罗斯现在还处于崩溃阶段。我认为俄罗斯局势将恶化，并且将继续破裂、分化和解体。是的，那里存在赚钱的机会，但是你最好脚踏实地，做一个机智敏捷、反应快速的人，因为那是没有法制的资本主义。

你认为石油、商品、原材料的荣景会持续多久？

牛市将一直持续到2014～2022年的某个时刻。这并不是个预测，历史显示商品市场的牛市会持续15～23年，你可以拭目以待。

你持有大宗商品产出国的货币吗？

我拥有一些。加拿大元可能是现在世界上最合理的货币。我持有世界上的12～15种货币。不是因为我对每一种货币都充满信心，而是因为世界上的领导人已经学会了怎样买选票。甚至瑞士也学会了买选票，但是瑞士法郎跟美元相比缺陷更少些。然而，我持有澳大利亚元主要是因为商品因素，而不是因为那些一无是处的政客。

你持有拉丁美洲国家的货币也是由于相同的原因吗？

对，我持有秘鲁、智利、巴西等国的货币。巴西在未来10年将会比过去做得更好一些。问题是巴西人总喜欢说：“巴西是全球下一个伟大的国家——它已经是而且将来也总会是。”哈哈，搞笑！因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对他们会成为下一个伟大的国家没有太大的信心，但是在接下来的10年或15年里，搭上大宗商品牛市顺风车，对于他们来说会相当容易。

你怎么看待印度？

我在我的《热门商品投资》一书中，花了整个章节论述我为什么不在印度投资一分钱的原因。

你认为十年以后世界将会怎样？

非洲将会更加繁荣。中国会经历硬着陆，但是它会重新实现经济增长。油价将会达到150美元/桶，人们会为了获取石油而不惜在白宫草坪钻井。棉花价格将会上涨到4美元，而且会在中央公园种植。商品市场的繁荣将会达到极致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章　商品交易专家

德怀特·安德森（纽约Ospraie管理公司）

在会面时，身材魁梧、和蔼可亲的德怀特·安德森面带微笑地解释说，他对此次访谈有点谨慎。德怀特·安德森是老虎基金前明星经理，也是商品专家和基础产业专家。他说最近以来，有人在试图模仿他的风格。虽然安德森不再为资产超过200亿美元的大型基金工作，但是他的声誉和获取非凡收益的能力，仍然在吸引市场去获得有关这位商品市场之王的任何消息。

自从创立Ospraie管理公司以来，安德森在市场上的影响力如日中天，该公司是拥有数十亿美元资产的对冲基金，正在充分利用他对商品市场的卓越才能。“德怀特是我们的秘密武器，”安德森的首席交易员和老朋友杰森·玛哈兹（Jason Mraz）向我们透露说。他的言外之意是尽管许多人都在尝试模仿，但是没有人能够像安德森做得那样好。安德森做过哪些令人刮目相看的事？只不过是一大堆基本的、自下而上的、传统的供给需求分析。不少交易员通过自上而下的分析进行定向型交易，但是安德森却通过深入钻研并挖掘出每一个商品市场及相关股票市场每一个数字的含义而开展交易。为了追求稳固的风险/收益机会，他飞遍全世界去搜集和编辑无穷无尽的数据，建立了非常复杂的金融模型。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他独树一帜之处，不仅仅限于在Ospraie管理公司取得的突出业绩。在为对冲基金传奇人物朱利安·罗伯森效力前，安德森曾在企业工作，为全美各种各样的制造业公司提供咨询服务，他是一家位于纽约北部的印刷公司的全职雇员。许多交易员都是通过投资银行的等级阶梯，或者盯着办公室的计算机显示屏，在华尔街交易大厅工作而一步一步爬升的，但是安德森却不同，他在进入对冲基金市场之前是在工厂接受工作培训。

安德森似乎是一个人见人爱的人，因此不难想象他在普林斯顿大学里，与同学嬉戏玩耍、到处开玩笑、享受生活的情形。他的举止处处洋溢着这种风格，他带上朋友和同事乘直升机去阿拉斯加滑雪，或者去潘普洛纳斗牛，这些事都为人熟知。但是当他开始谈论公务时，却判若两人。他坐在椅子上身体往前倾、眯着眼睛，直截了当地问我是否理解他对商品必然会回复均值的解释，以及他在基础产业股票上不同的交易策略。他尽可能详尽地解释着他做得最好的交易，我边听边点头表示赞同。他在家里处理细节小事，过滤杂音后形成有效信息。接下来，他会建立仓位，而且是大规模地建仓，他声称这是从罗伯森那里学来的。

我第一次见到安德森是在2003年3月，那时他在卓布尼全球会议上发表演讲，详细阐述他认为持有美国房地产股票是好交易的观点。但坐在下面的顶级对冲基金经理却嘲笑、质问他，那时，许多人看空泡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沫破裂后的美国经济，尤其是看跌不动产行情。但安德森有条不紊地一一反驳了每一个反对他的观点的人，直到一个参会者最终被说服："德怀特，你把我从一个对住宅市场严重看跌的人，变成了一个坚定地看涨住宅市场的人。我打算回去后，马上买一所大房子。"安德森回答说："事实上，我对高档不动产看跌，我自己是租房的。"

换句话说，安德森的意思是房地产市场的顶端市场定价过高，但是住宅建筑公司股票却是相对便宜的。他集中关注低中端市场，坚信这些市场势必得到巩固，之后会获得增长。住宅建筑公司正在推出小型商店，这些小型商店已经兴盛好几年了，而这正在改变市场的驱动力。当另外一个与会者询问怎样规避交易风险时，他不假思索地回答："做空汽车制造公司的股票。"

住宅建筑公司的股票，尽管业绩在头两年已经跑赢标准普尔指数，但在安德森发表演讲两个月后又上涨了50%，但是汽车股票价格却在下滑。对于安德森以及Ospraie管理公司的投资者来说，他们得了满分。

你是怎样进入这个圈子的？

这个问题的答案会比较长。我在普林斯顿大学念的是历史专业，结果却误打误撞进了法学院，因为那是文科专业。在大四那年，我幡然醒悟，陷入恐慌，心想"我可不想当一名律师"。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，为了找工作我接受了一次次的面试，收到了来自各行业的聘用通知。我去了一家计算机软件和咨询公司，那有一个部门从事制造公司业务。他们选择了我，事实上是因为他们需要一个与已雇用的其他工程师具有不同背景的人。

这要回到20世纪80年代，那时所有的话题都是关于日本击败美国以及美国正在发生的产业空心化。在《情到深处》这部大片里约翰·库萨克说：“我不想购买任何生产出来的东西或出售的东西，也不想去生产任何东西。”事实上，我觉得自己能有所作为的想法打动了我，因此我接受了这份工作。

《情到深处》

我不想以卖东西、买东西或生产东西作为我的职业。我不想去卖任何买来或生产出来的东西，或者去买任何卖的或生产出来的东西，或者去生产任何卖的、买的、生产的东西，或者去修复任何卖的、买的、生产出来的东西。作为职业，我不想做这些事。

资料来源：Lloyd Dobler（played by John Cusack）in Say Anything（1989）.

我与好多公司有业务往来，我服务过的企业包括：俄勒冈州尤金的一家水果公司；得克萨斯州沃思堡的一家高尔夫球杆生产商；阿肯色州小石城的一家阀门公司；西弗吉尼亚州帕克斯堡的拖车公司；新

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

泽西州的一家乳品公司；波士顿的一家水产公司；最后还有纽约北部地区的一家纸业公司。这家纸业公司叫作阿姆斯特丹平板印刷公司，是一个叫作阿姆斯特丹的小镇中最大的企业，那个镇的犯罪率高、失业率高，文盲多，吸毒者泛滥。

我被任命为全职项目经理，帮助贯彻实施改进措施，在那里工作过一段时间。作为一名顾问，你的工作就是深入企业并提供建议，然后离开。我事实上是希望落实一些想法，看看是否有价值。因此我接受了这份工作，在那里工作了两年，我帮助他们改变了车间操作方法。工作期间，我参加了生产和库存管理资格证书考试，那相当于制造业领域的注册金融分析师或者注册会计师考试。

负责一个私有的传统和古老的公司以及管理年纪比我大的人，实在是一次有趣的人生体验。同样有意思的是，公司终于意识到是购买价格而不是成本更重要，比如存在严重的雇员跳槽问题。如果有人工作3年之后，他为能多获得每小时25美分报酬而离开公司，公司就不得不雇用其他人。他们认为这是无成本的，但是其实他们损失了3年换来的经验，而这是有成本的。公司同样有一些典型的管理失误，比如公司的高级职员有停车位，但工人却没有。

一段时间以后，我开始思考："这就是我希望一生从事的工作吗？"我观察我朋友的职业，他们是自营交易员。我开始利用业余时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间阅读金融书籍，《股票操盘手回忆录》《市场奇才》《金钱大师》……阅读我能够借到的任何书。

我的计划是先进商学院，在自营交易部门找份工作，在卖方工作10年以丰富我的知识、经验、社会关系和交易记录；然后，转去做买方。

我向很多商学院提出申请，获得了北卡罗来纳大学提供的奖学金。学校支付全部学杂费并提供每年1万美元的津贴，条件真是优厚到让我无法拒绝。该研究资助基金是以朱利安·罗伯森的名义设立的，它是由老虎基金管理公司的一位早期投资者资助的，朱利安帮他赚了一大笔钱。后来，我才知道遴选委员会的一个人看了我的申请表说：“朱利安会喜欢那个制造业的小伙子的。”

所以在朱利安与你会面之前就已经注意到你了吗？

对。我得到老虎基金的研究资助基金是因为我的制造业背景，但是在那时，我还不知道朱利安·罗伯森是何许人。我那时已经在阅读20世纪80年代成功人士的书，但那时他还未成名。不过，不久以后我就知道了他。

那年秋天，罗伯森获得了北卡罗来纳大学“杰出校友”奖，我被派到机场去接他和他的妻子。我不得不去借辆车，而且还得在后座上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

铺条毯子。因为，车主刚刚带着他的狗去打猎，座位上沾满了泥。罗伯森对此并不十分介意，他十分友善。

你是在老虎基金做暑期实习生吗？

不是的。我在高盛的J.Aron部门打工，那属于商品和外汇交易部门。在北卡罗来纳大学资助的秋季旅程中，我已经去过纽约。虽然高盛人力资源部告诉我们，北卡罗来纳大学的毕业生几乎没有机会做高盛的暑期实习生，但我碰到了一个在那里工作的来自普林斯顿大学的朋友，这样我就得到了暑期实习机会。

据说，同一天早上，罗伯特·鲁宾，那时是高盛的共同领导人之一，把J.Aron部门所有员工聚拢在一起，然后说："看看你们，一群老男人。你们有必要雇用商学院毕业的'新鲜血液'了，让他们开始融入高盛的文化，并把你们带进现代世界。"

当我和朋友在一起的时候，其中一个伙计问："你是谁？"

我朋友回答说："一个朋友，商学院资助他来参观我们的投资银行。"

那人说："棒极了。你得到这份工作了。就这样定了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这是高盛公司有史以来最容易的一次面试，如此快地把暑期实习计划确定下来了，我如释重负。我在商学院第一年的余下日子，变得轻松多了。

J.Aron从未雇用过暑期实习生，因此他们真的不知道该让我做些什么。我确定了自己的实习计划，想到不同的商品和外汇交易柜台转转。如果觉得有趣，我也会列席有关固定收益和股票的培训项目。

当时是1993年夏天，我在黄金交易部门工作，当时黄金价格被索罗斯和詹姆斯·哥德史密斯先生抬高到410美元/盎司。当德国和法国角力导致欧洲汇率机制崩溃时，我恰好在外汇交易部门工作。那个夏天特别有趣，我学到了很多东西。

在结束了在咖啡、可可粉和白糖交易部门的实习之后，他们让我建立一个金融模型，能自动地显示伦敦与纽约交易所之间是否存在套利机会。伦敦合同是科特迪瓦可可粉，用英镑标价，而纽约合同是印度尼西亚可可粉，用美元标价。我必须计算所有的成本：保险费、运费、仓储费等。这真是太棒了，因为我拥有了创造一个真实商品市场所需的所有东西，我可以从中学到很多。有了不同等级、各种各样的成本以及不同的货币，我可以绘出整个曲线。我还被授权交易可可粉，只要我能在当天结束时清掉头寸。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那个夏末，我收到了被允许参与可可粉交易的通知。我很感激，但是这太受局限了——我不想只做可可粉交易。高盛让我做了另外一份工作，进行股票交易，但那个给我授权的人不久就离开了，自己去创办了一家对冲基金。

我告诉你关于我和高盛股票部门负责人会面的一个有趣故事。在那个给我发出通知的人离职后，我被安排和纽约股票部门负责人共进午餐讨论工作，他带我出去吃寿司，我以前没有用过筷子。我用筷子摇摇晃晃地夹了一块寿司，那块寿司掉进了酱油里，酱油溅得他满身都是，弄脏了他的衬衫和领带。而这个人就是高盛股票部门的头头。结果在那之后，我打算留在那个部门的所有努力都徒劳了。

我还收到了其他的聘用通知，包括老虎基金的一个夜班工作，但我去了摩根，做衍生品和商品交易。我加入了能源交易团队，在那里待了几个星期。正在接受项目培训时，我接到了朱利安的电话，叫我跟他共进早餐。

我原以为只是一个友好的“欢迎来到纽约，你最近怎么样”之类的早餐问候，但我却被一大群老虎基金的人反复盘问。他们问我有关可可粉的问题——我怎样看待可可粉，市场将会发生什么变化之类的问题。我认为我被非难了，但是当我回到交易柜台的时候，他们邀请我下次再去吃早餐。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朱利安从1993年以来一直在做商品交易且业绩很好，但是他希望自己在这个领域的交易范围有所拓展，因为他对此很感兴趣，而且适合老虎基金的投资风格。他肯定是打开联络人的资料夹，翻到商品交易，发现那里面除了我之外别无他人。

你是否已经在商品市场上发展了你的思维能力和交易理论？或者说你还是缺乏经验？

毫无疑问，我缺乏经验。我有明确的观点，但我并非无所不知，现在回过头来看我以前的那些观点，我发现那时的知识和经验是多么孤陋浅薄，我为我以前的所作所为感到羞愧。

当我和朱利安的团队第二次共进午餐时，又经历了一轮盘问。此时我知道他们是在对我进行面试。我于是开始憧憬跳过我计划中的十年，直接进入像老虎基金这样的买方，这正是我想做的。

我在1994年10月加入了老虎基金。朱利安说：“德怀特，我对你迄今为止的进展感到满意，因此我们决定叫你管理商品交易部门。如果干得好，留下；如果干不好，走人。”自1995年1月起，我开始管理老虎基金的商品交易部门，那时我在纽约才仅仅待了5个月。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当时老虎基金规模多大？商品交易部门的资金分配量有多大？

老虎基金当时旗下管理的资产有40多亿美元。商品交易部门的资金分配量要么没有钱，要么有几十亿美元。因为我们几乎进行的都是不用交保证金的柜台交易（OTC）。

在你的脑海里，罗伯森是个什么样的人？

朱利安是个伟大的引领者。他集中于基本面，而不关心技术面的东西。他只问：“现在经济形势怎么样？”他相信价格最终会与经济合拍。

朱利安总会说：“在当前形势下我们做得对吗？如果对，我们应该持有更大的头寸。即使价格对我们不利也无关紧要。”他只关心结论，然后保持坚定的信心。朱利安总希望得到一个非常简洁的结论。这可能会需要几个月的工作和数据去证明和支持那个结论，但是证明过程必须简洁。

一个很好的例子是钯的交易，我们在20世纪90年代中期连续亏损达3年之久。但是我们做了大量的基本面研究，相信自己是对的，因此我们继续持仓。为了搜集信息，我们参加会议、做用户调查和供应商会面，我甚至还去了西伯利亚和南非的矿厂核实供应量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们唯一的焦点始终是，“我们确定存在供应短缺吗？”在一个有600万盎司需求的市场里，供应不足超过了200万盎司，而且还在急剧扩大。我们认为当没有其他替代物出现时，钯的价格会翻一番多。朱利安那些年赚得盆满钵满，他总是说：“你们确定数字准确吗？你们确定存在短缺吗？如果是这样，我们就应该扩大头寸。”

你一路去到西伯利亚就只为回答那个问题？

对。世界钯产量的60%，来自西伯利亚诺里尔斯克的一个大矿。在我加入老虎基金几个月后，朱利安就派我去那里走访。

刚到老虎基金，你就去了西伯利亚？

对，而且是冬季，那个地方处于北极圈北边，不是西伯利亚南部。

我们的发现和事情最终的结局是，俄罗斯人陷入了贪婪的搏斗。在诺里尔斯克，出口公司、财政部、央行之间因争夺钯和铝的出口控制权而爆发了争夺利益的冲突。没有一方允许其他方出口钯，因为每一方都担心那将妨碍他们的出售，因此所有行动都停止了。钯的价格从每盎司120美元冲到了1000美元/盎司以上（见图12-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

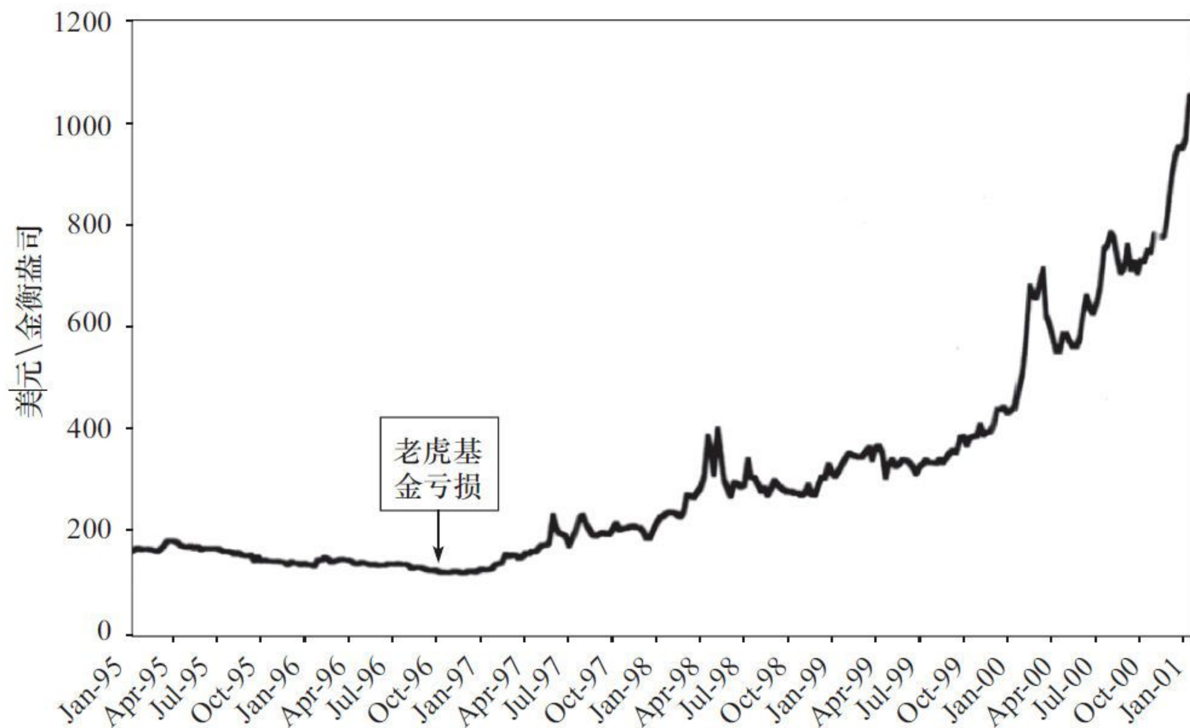


图12-1　钯（1995～2001年）

资料来源：Bloomberg.

你对待你的分析师的方式和罗伯森对待你的方式是一样的吗？

朱利安有许多名言，要么是“这是我见过的最好的主意”，要么是“这是我听过的最糟糕的主意”。我不断刷新着让他抱怨“这是我所见过的最糟糕的主意”的纪录。他讨厌有人说，“市场还告诉我……”他总会回复：“市场没有告诉你任何事情，它怎么从来没有告诉过我？”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朱利安这种只关注基本面的作风，已经融入我管理交易的方法中。他对基本面的哲学是，交易不可能永远持续，必须重新定价，因此我将会在那里交易，而且会在那里保持一定头寸。

我发现我自己会让分析师生厌，我一直对他们说：“只要给我经济形势、数据以及相关的计算就行。我不想听到随意的市场评论、小道消息或者市场将会发生什么。”我不关心日常情况，我只关心经济形势。如果我们有正确的经济形势分析，我们将会正确交易而且会得到回报。

那种投资哲学的局限性在哪里？存在局限，对吗？

是的，问题在于规模大小和头寸集中度。在老虎基金，我从不需要担心我的头寸太大。事实上，老虎基金的关键在于管理内部预期，因为朱利安总是会持有最大可能规模水平的头寸。朱利安过去问：“那笔交易我可能损失多少？”而且通常他的回复是：“好的，我们还不够大，因为我乐意损失那么大，因此要增加头寸。”

朱利安会根据他的分析师对损失的测算来决定头寸大小，这是一种莫大的信任。在股票市场中，朱利安本人拥有足够的经验做筛选，但在商品市场和宏观市场中，他的经验不足40年，因此更依靠分析师的引导。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在Ospraie，我们会从头寸规模方面来分析：“我愿意冒多少资金的风险？我可能损失多少？”我们也采用“如果发生这种事情，我们会退出市场”这类主观限制。我们会逐个管理我们的所有头寸规模，然后把发生最糟糕事件时的波幅加总。我们观察经调整后的风险价值（VaR），如果这个值比较高，那就说明我们处于较大的风险中，因为风险价值指标正在变差。

在一个高度集中的投资组合中，比如许多商品组合，我认为只靠风险价值进行管理是非常危险。如果你有1000个交易员，比如高盛，那么风险价值的计算就有道理，因为足够多样化可让你能获得在统计意义上很显著的东西。

风险价值假定商品之间存在某种正相关的关系或负相关的关系。如果我持有100美元铝的多头以及100美元铜的空头，并且铜的波动性更大，此时我拥有净风险。比如说，20美元铜风险，这里，我们会说，我们持有200美元的风险资产。

看一下在1987年股票市场风暴中的铜交易。你可以看到在几十天内，铜价上下剧烈波动，如果你没有控制最大损失，那么在那一周你就会输个精光（见图12-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

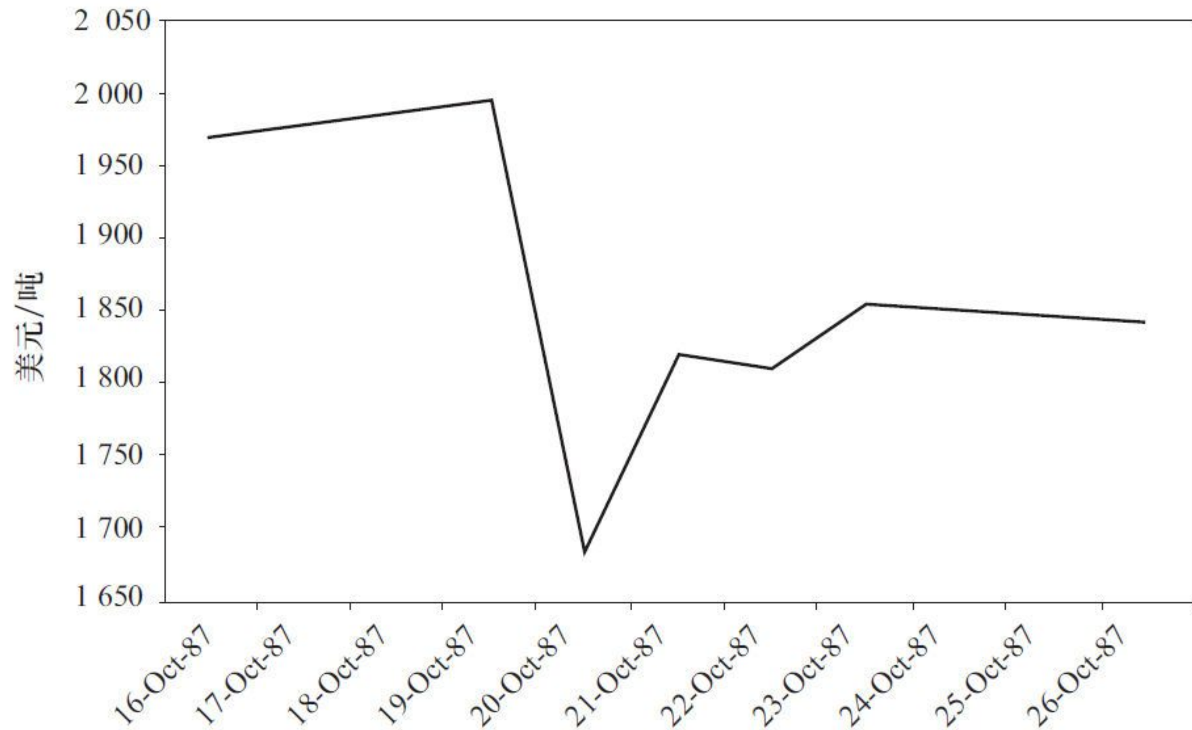


图12-2　铜（1987年10月）

资料来源：Bloomberg.

你是更喜欢持有多头还是更喜欢持有空头？

我不介意。我并不偏爱任何一方。我只关注经济形势。

除了商品和基础行业股票之外你还进行其他交易吗？

如果债券能提供股票一样足够高的收益，我也会交易债券。我从来都不买卖政府债券，但确实会关注我们了解的行业的公司债券，比如濒临破产的债券或者能源公司的高收益信用债券。眼下我们在该领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

域做的不多，因为那里没有太多的交易机会。垃圾债券价差已经很小了。因此你投资它的回报难以弥补承担的风险。而且在过去两年里，我们的行业做得如此棒，大家过得都还不错。

你做过的另外一个风险控制是管理你的资产规模，那是你从老虎基金工作的经历中学到的吗？

我从资产规模变得过大的环境中出来，不希望重复同样的错误。当老虎基金的资产规模扩大到超过250亿美元时，头寸必须足够大才有意义。比如，2.5亿美元只是这只基金的1%。作为基础行业的人，因为受到流动性限制的约束，在整个股票圈，我可以投资的股票范围缩小到只剩下大约20只。

当我们在1999年和2000年和潜在投资者坐在一起讨论时，我们决定：鉴于我们的投资风格、流动性限制以及分析师队伍的规模，资产若达到7.5亿美元就停止募集，最多可扩大到20亿美元。事实上，我们在5.5亿美元时就停止募集了，以后只吸收战略投资者。现在我们旗下资产达到了20亿美元，我认为在适当条件下还可以吸收更多的投资。

为什么你认为你能管理更多的资产？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，美元现在更疲软。以最简单的话说，我可以一直增加我的资产，直到美元已经疲软到不影响我们的投资风格为止。其次，因为世界现在更有利可图，市场的资本化程度更高。看一下必和必拓公司，市值大约是800亿美元，而它只是个采矿和石油公司。通过手中管理的20亿美元的资产，我可以利用杠杆把资产翻一倍，同时只持有该公司5%的头寸。还可以投资埃克森美孚，它拥有4000亿美元的市值。纽蒙特矿业公司一天的交易额就是2亿美元，它是个市值250亿美元的公司。你理解我的意思吧。

在商品市场中，看一下原油这类产品。当我们创立基金时，原油价格在15～18美元。而现在，价格翻了一倍多，因此，我可以管理两倍于现在的资产。当你库存翻倍时，你就需要两倍的资产去运营。

事实上，刚开始我们对于自己的能力太保守了。我们做商品交易、建筑商、采矿、能源、油轮和石油服务行业，在所有这些可比较的行业中使用相同的投资方法。事实上，我们的资金管理能力远大于我们当初所认为的。

你离开老虎基金，是因为资产规模问题以及它对你的影响吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我并不再像以前那样喜欢那里的工作了，部分原因是我所在的投资界已经崩溃了。而且，随着公司的成长，企业文化逐渐变得失去了创业精神。当时因为有两三个分析师正准备离开老虎基金去组建维京（Viking）公司，他们跟我联络，让我做基础产业的股票交易，以及可以让投资者自由选择的独立的商品基金。这些是让我考虑离开老虎基金的催化剂。

在工作了四年半以后，我认为自己已经对得起朱利安了。我希望离开，创立自己的基金，但是我同时也希望能够集中精力做投资管理，尽可能使业务管理的问题最小化。对冲基金公司是如此出色，以至于我打算通过与一家已建立的公司合作，并放弃短期收益，使得成功的机会最大化。

我和摩尔资本投资公司、SAC以及都德投资公司商谈，用新的的投资工具为它们管理资金，它们都答应了。都德投资公司提供的资金最少，但是它不要求对冲基金的长期所有权，因此我们合作了。

在都德投资公司工作得怎么样？

这是一个很好的合作伙伴。公司的运营人员都是顶尖一流的。那是一个杰出的组织，但是从投资方面来看，我们依靠的是自己。保罗·都德·琼斯非常优秀，是一个杰出的交易员，但是我们的投资风格差异如此之大，以至于我们之间的互动特别少。我根据基本面进行交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易，持有期限非常长，而保罗的期限则要短得多。他依据技术分析进行交易，因而他是最优秀的风险管理者之一，他是我知道的人中最擅长止损的人。

当你刚开始创立自己的对冲基会时，你会感到紧张不安吗？

我非常紧张不安。直到你自己真正完全独立做事情时，你才知道自己在做什么，我特别担忧怕自己做不好。我有一个朋友在摩根工作了10年，他的妻子怀孕了并且刚买了新房子，于是他辞去了摩根的工作过来为我工作。我有朋友和同事把自己的资金交给我管理。我坐在自己的办公桌前，思考：“哎呀，这些人是怎么想的？”这是一段极其紧张不安的日子。

我问自己，除了是一个糟糕的风险管理者，是否是一个优秀的分析师，我不知道，因此我很忧虑。在老虎基金除了朱利安之外，事实上其他人都只是分析师，而朱利安是唯一的投资组合经理。每一个分析师都有自己的名义盈亏，那代表着朱利安认可的被纳入投资组合的交易观点。那是一件好事，因为我有各种各样的坏点子，它们并没有被采用，但是这并不真正代表我的投资组合管理风格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有，在老虎基金时，可能和朱利安发生对抗的最严重的地方，就在于投资组合中头寸的规模大小以及保持时间的期限长短。有时，他会希望头寸更大，或者有时是分析师希望头寸更大，这样就要反复做工作。因此这就涉及利润表，但我只是一个分析师，而不是投资组合管理者。在老虎基金作为一个分析师，你只要正确就行，但是现在不必如此了。

现在对商品交易越来越热门，你在1999年创立一个商品和基础行业的基金看来恰逢时机？

2000年股票市场泡沫破灭以后，市场走熊，经济很虚弱，而铜、钢铁以及其他主要金属直到2001年10月或11月才达到谷底。事实上，我们在商品市场达到低谷的两年前就建立了基金。头两年我们通过做空商品和股票而大赚。

然而我那时创立基金的原因，并不是我们对市场时机选择有预知，而是缘于个人对时机的把握。我们做基础行业和商品交易的原因，是因为它们是我们所熟知的领域。在那个领域，从我们所拥有的经验、信息以及所建立的渠道各方面来讲，我们都拥有比较优势。

然而在那时创立商品基金显然是逆趋势的。当我离开摩根去老虎基金工作时，我妈妈很紧张，因为她只听说过摩根，没听说过叫“老

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虎基金”的“证券经纪公司”。同样，当我离开老虎基金而创立自己的“证券经纪公司”时，妈妈也很紧张。

妈妈：“你认为你能赚多少？”

安德森：“我们希望每年能赚25%～30%。”

妈妈：“如果那是你计划要赚的，投资人会给钱吗？”

记得那时是1999年，纳斯达克每年上涨50%～100%，所以许多人的收益预期暴涨。我们很幸运地拥有一批有经验的投资者，他们经历过好几个周期。因此他们知道连续几年获得25%的回报是有竞争力的收益。

我们告诉投资者：“不论商品价格是上涨还是下跌，我们会给你提供有竞争力的、经过风险调整的回报。”我们的投资组合，与每日、每星期或每月的股票指数或商品指数的状况都无关，因为我们既持有商品和股票的多头也持有空头。我们希望投资者以绝对收益作为标准，而不是以相对收益。

Ospraie发展得怎么样？

我们在1999年的第4季度建立Ospraie时，只有都德投入的资金。原来只打算以较少的资金规模开始，不想吸收外部资金。都德懂得风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

险，我们也希望谨慎地确保系统风险报告运作正常，而不危及外部投资者的资金。

第一个星期我们报告已购买了100万股美铝公司的股票，之前，我们已经决定了每一种股票投资比例不超过5%，然而报告显示我们在美铝公司的头寸为3500万美元，这远远超过我们的限制水平。后来我们发现那原来只是小数点错误所导致的虚惊，我们松了一口气，但这说明刚开始时小心谨慎还是很明智的。

1999年第4季度我们基金盈利大约为9%，然后在2000年2月1日开始吸引外部投资资金。结果，第一个月我就受到了打击，亏损4.57%。

我们已经告诉过投资人，让资金开始运作是有成本的。投资者通常认为你可以从屏幕上看到价格进行交易，他们所忽视的是与资本初次投入运作相关的各种其他成本。当我们努力想立刻把所有资本都投入运作时，我们第一天亏损了1%。那是一个很艰难的开始。

你第一个月管理客户资金就亏损近5%，你当时有何想法？

很大的压力，但之前就告诉过都德和其他投资者，我不能确保每个月都赚钱，更不用说1星期、1天甚至1刻钟。但是我们的确知道，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两年内我们应该是可以赚钱的。那是我们投资的期限，也是我们的关注点。

年轻、没有经验与极度无知，这些因素有时也有好处。我们会问在老虎基金时问过的同样问题：“我们做得对吗？”我们认为是对的。我们的头寸不会太大，因此我们坚持持有头寸。结果是在第一年底，我们走运了，谢天谢地，我们当年盈利18.5%，比开始时提高了23%。

你第二年怎样开局？

我们刚一出门就亏损了8.5%，那实在太糟糕了。我们在4个最大的头寸上都录得了亏损，而且我记得第一个月只有3天盈利。我们没有经历过特别糟糕的日子，只是每天都亏损一点。

我们持有的股票多头，包括一些能源公司、石油服务公司、勘探和生产公司以及一些石油和天然气公司的股票。我们持有铜以及2002年天然气迭期空头，还持有玉米的多头。

这些头寸都互不相关。如果说存在相关性的话，那就是勘探和生产公司的多头与天然气远期合同的空头能够相互对冲。两个头寸都亏损，是不符合逻辑的。但是在任何一个月内，任何事情都有可能发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生，这就是我们不考虑相关性的原因。事实上，相关性是可以改变的，尤其是股票与商品之间。

因此，第二年开局时再次亏损了8.5%，我们所有的头寸都亏钱。但年尾我们赚了27%。

你会为了投资者的利益而把投资者的资金锁定很多年，以便与自己的投资期限相匹配吗？

我们锁定资金是为了每个人的利益，包括其他投资者的利益。投资者资金的赎回有时会造成昂贵的代价。在老虎基金，我们见过把基金作为交易对象的投资者，基本上每月他们都会把资金调进调出，我们不得不定期扩大或缩小投资组合的规模。就像我所说的，让资金投入运作是有成本的，特别是当你处于亏损而投资者撤回资金时更是如此。

你说过你90%的时间是在查错。你认为这有助于推动你的投资过程吗？

对，确实如此。我经常担心我错了，我经常问自己：“我忽略了什么？”我喜欢把这叫成“不自信的自信”。因为我们是对基本面做出反应，而不是对价格做出反应，大的价格波动尽管会对单个头寸造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成不利的影响，这是一件痛苦的事，但整个基本面却没有发生改变。但是，只要基本面没发生变化，我们就不担心。我们努力投资那些从微观经济上看有必然性的事物。

我们所做的工作，不同于那些操作型的全球宏观对冲基金的人。我们在做出决策之前做了大量的准备工作。这需要大量的金融模型，许多基本的研究以及通过多年来建立的人际关系来获取所需的信息，从而得出投资结论。

自从你跨入该行业以来，全球宏观对冲基金业发生了什么变化？

现在也许全球宏观对冲基金业的玩家更多，但是我们所做的并没有发生变化。我们的风格更像是全球微观，而不是全球宏观。我们纯粹是按微观经济学原理中的典型套路操作，供给和需求，确认哪家公司的成本低，哪家公司有现金等。我们经常尽力去理解我们投资的行业所发生的变化：需求的构成发生了怎样的变化，成本曲线发生了怎样的变化，货币怎样改变成本曲线，以及有竞争力的玩家有哪些。

我们希望确保我们的论点与假设尽可能缜密，要能经受住那些可能对我们极其不利的宏观经济假设和预测。当我们持有空头时，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

假设经济增长强劲；而当我们持有多头时，我们又假定经济增长非常慢。这是保守但又现实的宏观假设。

用其他话说，当一个典型的全球宏观对冲基金的玩家事实上喜欢依据世界经济形势而购买基本金属时，他对经济增长的假定将会比其他人有更强的预期，而且认定购买基本金属会受益。而我们在购买基本金属时，假设经济将会比人们预期得差，但是尽管如此，经济基本面还是足够强劲，价格还是会上升。这样的话，如果经济增长比我们假设的更强劲，就会得到意外的好处。

老虎基金是全球微观型的基金吗？

老虎基金允许我以微观的方式进行交易，但朱利安会将他的宏观观点加在上面。他会说类似这样的话："如果你认为在经济增长的情况下持有铜的空头是好个交易，而我认为世界将会陷入困境，亚洲将会崩溃，那么我们应该将你的头寸扩大5倍。"他会观察我们所做的交易，然后以他的宏观观点附加在我们的微观论点之上。

你从罗伯森那里还学到了其他重要的东西吗？

有一件朱利安做得非常棒而我们做得特糟糕的事是，当基本面如预期那样时如何调仓。他过去喜欢谈论的一笔交易是1990年和1991年的花旗银行交易，他以10美元/股买进，后来价格上升到20美元/股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当其中一位分析师希望卖掉头寸时，他却把头寸加了一倍，因为他感觉到花旗银行的股票价格达到20美元时甚至比在10美元时更便宜了。在他一次购买时，还存在房地产问题的困扰，而当价格达到20美元/股时，问题已经解决，因此很明显花旗银行不会破产。经过股票拆分，价格最终达到了100美元/股。

在商品市场交易过程中调仓是很困难的，因为你不得不在价格的单边变化与均值回复两种行为之间进行艰难的抉择。当我说均值回复时，我是说边际利润将回复到其历史均值。人们往往误解我的意思，认为是价格回复到中间值，但是在商品市场上并不是那回事。其实是利润回复到中间值，因此根据市场形势变化进行调仓是你必须做的事。

对那些依据个人对基本面的判断自主决策的交易员来说，调仓也许总是个较难处理的问题；但采用商品交易顾问的黑箱决策支持系统，似乎有助于解决这个问题。在商品交易的资金分配中快速增长的商品交易顾问的使用（见图12-3），是否也会迫使你改变自己的投资风格？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

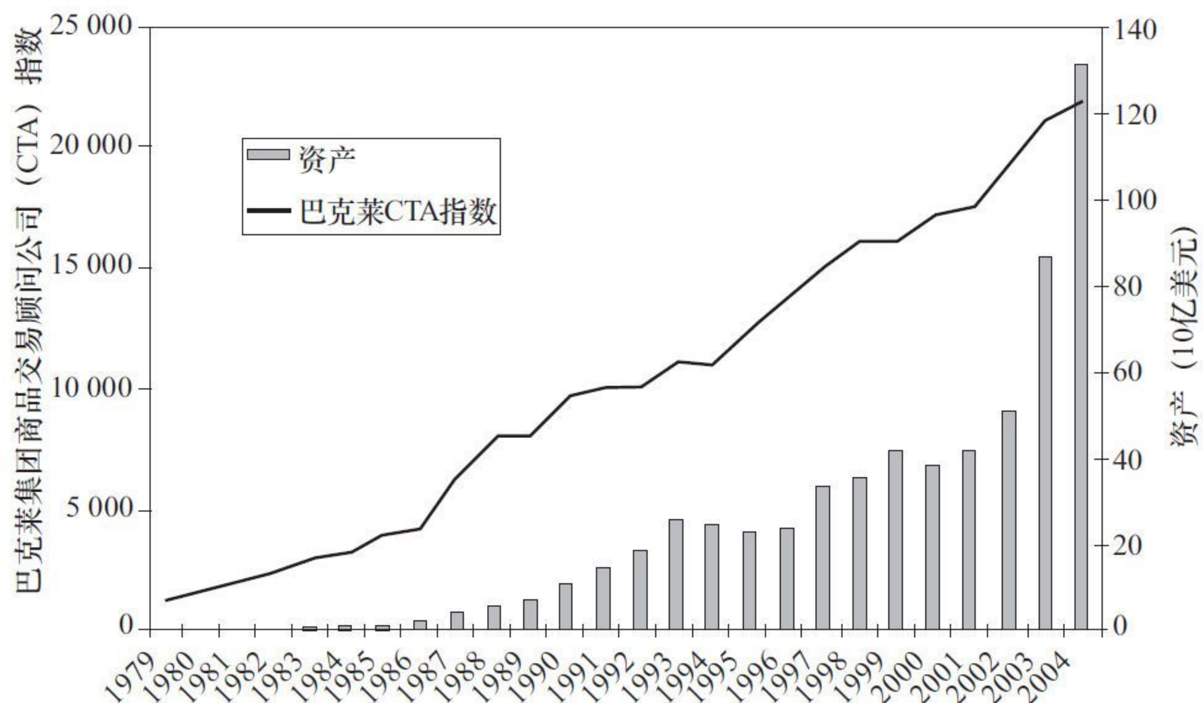


图12-3　巴克莱集团商品交易顾问公司（CTA）指数和商品交易顾问公司（CTA）管理的资产（1979～2004年）

资料来源：Reprinted courtesy of Sol Waksman and The Barclay Group.

它稍微改变了我们选择头寸大小规模的方式。

因为所有的这些商品交易顾问系统的投资期限更短，他们的资金流动可改变市场的短期波动性，导致价格紊乱和市场无效率，因为在一端或另一端存在着大量的投机头寸。他们能大大地改变短期波动性，但在任何3个月的期限内，他们购买和出售对市场的净影响往往趋于零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普通的投资者往往被告知，要注意询问交易杠杆而不是波动性。事实上，人们应该关注波动性风险。1亿美元黄金的多头伴随8%～16%的波动性，这与1亿美元天然气的多头伴随35%～135%的波动性大大不同，这将导致你的资金损益状况大不相同。

随着商品交易顾问管理的资金越来越多，短期波动性也越来越大。针对这种情况，我们通过规模稍小一点的头寸进行机动调整，但是也会更频繁地拥有更大规模的头寸。这同样也降低我们的平均投资期限，因为商品交易顾问会更频繁地把价格推到对我们有吸引力的价格点位。

为了保持对不断变化的市场形势的控制，你会监控你的竞争对手吗？

我们会注意市场结构。除了弄明白何时会出现一个大额头寸，或当价格达到哪种水平时会引发短期玩家退出市场这两件事，我们通常不去观察市场的移动平均线或做技术性分析。在某些情况下，如果我们认为头寸太集中，我们会降低投资规模。我们会始终参与市场，但头寸规模会与商品交易顾问没有参与市场时的规模有所不同。

市场形势的改变并没有显著改变你所做的交易，那么保持基金良好运作的关键是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每个人随着时间的流逝，都会犯错——代价昂贵的教训。关键是吸取别人的经验教训，减少犯错的概率。

你能谈论一下你在职业生涯中所吸取的昂贵的经验教训吗？

我有两个好例子，第一个发生在我自己的私人账户上。在老虎基金，我们被允许以自己的私人账户进行交易，它们和公司的投资领域无关。作为一个价值投资者，感觉像飞蛾扑火一样，我被20世纪90年代末科技股的定价及其明显被高估的价值所吸引。做空许多高科技公司的股票，比如亚马逊、雅虎和eBay等，特别是亚马逊，让我受到很大的损失。

你是否受罗伯森对高科技股票不看好的观点的影响？

老虎基金在投资组合中并没有做空高科技股票的大头寸。大家都知道朱利安不相信网络神话，但他并没有大量做空科技股。他只是不碰高科技股而已，老虎基金并没有介入。

老实说，这是我的过错，但肯定是受到朱利安看空科技股的影响。因此，我放了一批科技股空单，然后去南美洲调研铝矿与镍矿的开采情况。几天后，亨利·布洛杰特[1]（Henry Blodgett）报出了他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那个有名的亚马逊股票的目标价——400美元，引发其他科技股的价格飞涨。布洛杰特的报价之后，亚马逊的成交股价马上从240美元猛窜到290美元，不久后甚至被炒到了600美元。那时我还在哥伦比亚，在旅馆里接到助手的电话，他通知我说交易所让我追加保证金了。我认为这是不可能发生的事，我就让我的助手再核实一下消息的准确性。结果，我不仅收到了我的空头头寸的保证金追加要求，还不得不以远低于市价的交割价格卖掉了大量关于亚马逊的看涨期权，真是祸不单行啊。

这是一个学习如何管理投资组合的惨痛教训，在这件事中，我个人的净资产一下子下降了20%，但这也是学习如何把握时机的一个大教训。你可能是对的，但下注的时机完全错了。

我在Ospraie基金管理中遭受代价最大的一个教训是，我们投资了一家私营的、高等级精炼与销售的公司。有一句商业格言说，在城乡结合部开加油站是很不错的主意。类似地，在精炼领域，投资最大的精炼厂比较保险。但是，我们投资的是一家最小的精炼厂；而且，我们投资的加油站是开在市中心，而不是城乡结合部。更糟糕的是，那个精炼厂离一家学校不太远。这样，加工过程中任何排放都会产生可怕的法律与政治风险。

我们之所以给这家精炼厂投资，是因为这家公司正在购买另一家巨型的高等级精炼厂，并购后的埃克森美孚公司要将其剥离。那家公

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司没有购买巨型精炼厂的资本，因此我们投钱进去使得他们可以完成收购。这样，我们现在有了一笔好资产与一笔坏资产，一个糟糕的资产负债表，以及令人头疼的财务管理与运营管理。

我们以128美元买进的股票，最后以95美元卖出。事实上，这还算是不错的买卖了，还算退出得及时，因为最后那家公司并没有重组成功，精炼厂的债券持有人取得了它的所有权。在这个例子中，我们以高价买进却以低价卖出，我得到的教训是，不要去购买高成本运营公司的股票。当你打算持有高成本的资产时，你一定要把握准确的价格与时机。在那次交易之后，我们未来就只投资低成本运营的公司，因为我们无法十分准确地把握介入的时机。

从这个事例中我吸取的另一个经验是，你投资的公司从经营、成本和股票投资回报率各方面来说，至少在行业中应处于中等水平，管理水平不能太差劲，因为企业可能会有庞大的现金流，如何管理运用这些资金是一个重要的问题。他们是把这些资金用于再投资扩大生产，还是给他们的工程师购买一些新玩意儿以更新设备，或是专注于如何最大限度地提高投资人的回报？这些都值得投资人去深思。如何达到最有利于股票投资人的管理，应该是企业最值得思考的问题。

当你与制造公司的管理人员会面时，他们会惊讶你对企业运营和行业的熟知吗？假定他们原以为你也许是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一位华尔街对冲基金经理。

他们感到吃惊，但却是以一种好的方式。这样才允许接下来能发展成一种更有意义的关系，因为彼此间存在相互尊重。这不仅开创了一种交流，而且允许更深入地探讨企业、策略和行业问题，这样就能展开真实的对话。最理想的是，双方关系随着时间的流逝会得到进一步的发展，进而知道他们对该行业、其他公司或管理团队的看法。

你将大部分时间用于和谁交流？

我从不同行业的人们那里得到最好的信息。他们知道经济基本面，了解他们的企业，知道现在正在发生什么。我参观工厂看它怎样运作，或参观公司总部感受它们的文化，这极其重要。知识与从现场获取的信息之间存在巨大的差距。这就是在过去12个月里，我的员工为什么要去非洲、澳大利亚、蒙古、西伯利亚、巴西、墨西哥、阿根廷以及其他国家的原因，而我本人去越南、中国、韩国、日本、澳大利亚、巴西以及一些我已经记不起名字的地方的原因也在于此。

因此我通过和我们所投资的不同行业的人的交谈中，获取了最大价值。不管是特定行业的顾问、卖方分析师、销售人员还是其他任何人，我们尽一切可能去获取信息，吸取最好的点子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于你所从事的事业，旅行是不是一个必须的要求？

花时间考察现场非常重要。比如，我们花时间去中国，即使我们很少直接投资中国。中国对我们所参与的许多行业有巨大的影响，不管是知识产权法、公司治理，还是信用体系、权责发生制会计制度。目前，还没有足够的信任度和理由说明我在中国大规模投资。但是，我们做了大量的研究，花了许多时间在那里，因为它对世界有影响力。

什么时候你才不用亲自去西伯利亚、中国或其他地方，因为你可以派别人去而不必麻烦自己？

我热爱我所从事的工作的智力挑战性。我在这样的位置上，几乎世界上任何人都需要引导我，不管是公司还是卖方研究人员，因为公司可能希望我们投资它，而卖方研究人员希望我们通过他们的公司购买股票。我始终在学习。对冲基金的情况就是这样，以至于我们可以获得世界上最好的研究服务，关注我们行业的所有人甚至专家会主动地给我们送来研究报告，然后指导我们。

我去自营交易部门收集信息，将它们整理成条理分明的交易观点，然后检验它们。我总是这样做，不管是用Ospraie的资金还是用自己的私人账户。这种学习过程充满了乐趣、兴奋和挑战。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

虽然从智力满足感而言，这是一份难以置信地令人满意的工作，但却又充满压力。近来它已经变得没有以前那样有乐趣了。当我在老虎基金工作时，我可以花一下午时间打高尔夫球，因为那是朱利安的公司，不是我的公司。现在，作为负责人，我更多的是为其他人树立榜样。

别人把生活和储蓄交给你管理的压力，是一件让人牵肠挂肚的事。我遇见过在老虎基金从早期就和朱利安一起投资的人，得知他怎样改善了他们的生活。如果我投资失败，我的一些投资者的生活将会发生彻底改变。我感到责任重大。

你的人际关系网和那些战略投资者对你有多大价值？如果我把你关在一个没有电话、只有显示价格的屏幕的房间里，你多大程度上会遇到麻烦？

我15年经验让我还可以在很短的时间里勉强应付，但情况很快会变坏。如果在6～24个月，我将受到很大限制。我必须时刻了解行业的经济基本面、需求变化以及最新进展，才能做出正确的判断。这种工作需要不断再投资，而再投资需要时间。

如果未来5年你只能进行一个交易然后退出，你会选择什么交易？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们会持有能源远期的多头。能源现在处于难以维持产量增长的转折点上。所以，价格会被抬高从而压低需求。价格可能会翻一番或增加两倍甚至几倍。

我不是说产量将会下降或世界将耗尽能源。如果产出保持不变，能源需求不会增长。在北美天然气市场出现过这种情况。你将会看到在原油市场上发生同样的事。原油和天然气已经完全固定下来了。随着运输边际成本的上升，将会提高石油服务成本。能源的额外的卡路里消耗的边际成本越来越高。

看一下统计数据。北美的天然气田与10年前相比已经缩小了30%。即使成本不变，产量也将减少30%。而且考虑净现值的因素，马上到手的现金流最重要，而它们却正在剧烈下降。

因此你拥有更快的下降速度、更少的能源来源，而且它们通常位于条件更恶劣的、更深、更远的离岸地带，因此获取成本更高。尽管这些不利变化可能因生产率的提高以及石油服务技术的开发而得到部分平衡。但是，所有这些因素综合起来，意味着已经提高了资本成本。结果是产量增长的步伐放慢了。

你在什么情况下会改变观点？交易的风险是什么？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你设定的一个问题是，我在5年之内不能退出交易，那么这一路将伴随各种事件风险。比如说，沙特阿拉伯政府因为发生革命而被推翻，这会对世界能源市场会产生重大影响。如果它发生在我5年期限的末期，这将有助于我的交易。但是如果它正好发生在我持有头寸的第二天，油价就会上升。比如，100美元/桶，然后会有时间让需求和供给得到调整。当能源的替代产品投入市场时，石油需求会被削弱。

因此5年期之后，市场会重新达到平衡。与此同时，会存在100美元/桶的原油，经济会衰退，大量投资用于储备原油和替代能源会使需求降低，长期能源合同会被抛售。有句老话：“高油价的良方是更高的油价。”

为了在商品市场上正确进行交易，需要对每一个微观商品市场的内在动力和成本结构有深入的理解吗？

是的。我时常对那些对交易一无所知的人如何进行交易觉得难以理解。当我从商学院毕业在能源交易柜台工作时，有一天看到一份叫作《每日石油》的报纸的文章标题这样写道：壳牌公司准备开挖新油井。我问其他交易员“开挖”是什么意思，而整个交易柜台竟然没有人可以回答上来。这些人年复一年在交易石油，而公司每天都进行数千亿美元的石油交易。真让人难以相信。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在你看来，在未来5～10年里，除了能源，还有其他主要的投资趋势吗？

我们正在关注亚洲奇迹。世界上人口最多的地区正在迈上一个新的经济台阶，人均GDP正朝着经济发展的物质密集型阶段迈进。当一个国家的家庭收入或人均GDP达到3000美元时，就开始遵从马斯洛的需要层次金字塔理论。

人们首先担心食物、温暖和住房等需求，然后迈向更高层次的需求。在亚洲，我们发现先前那些消费和收入水平较低的、可怜的农村人口正在向经济链条的前端迁移。当人们从勉强生存的水平跨入更加自给自足的水平时，就会出现对原材料消费的激增。

马斯洛需求层次理论

马斯洛需求层次理论，是由亚伯拉罕·马斯洛在他1943年的《人类动机的理论》这篇论文提出来的。需求等级被描述成包含了5个层次的金字塔。其中4个较低的层次被称为“需求不足”，而最顶层的层次被叫作“存在的需要”。基本概念是，只有在较低层次的需求（金字塔中较低的层次）部分或全部得到满足之后，金字塔中较高层次的需求才会受到关注。金字塔中最高的或存在的需要，也被称为自我实现需要，是马斯洛用来表示人类内在的以及一种独一无二的本能需要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

换句话说，他努力想要说明在某层次水平上，画家有去画画的激励，作家有写作的激励，交易者有做交易的激励（见图12-4），等等。

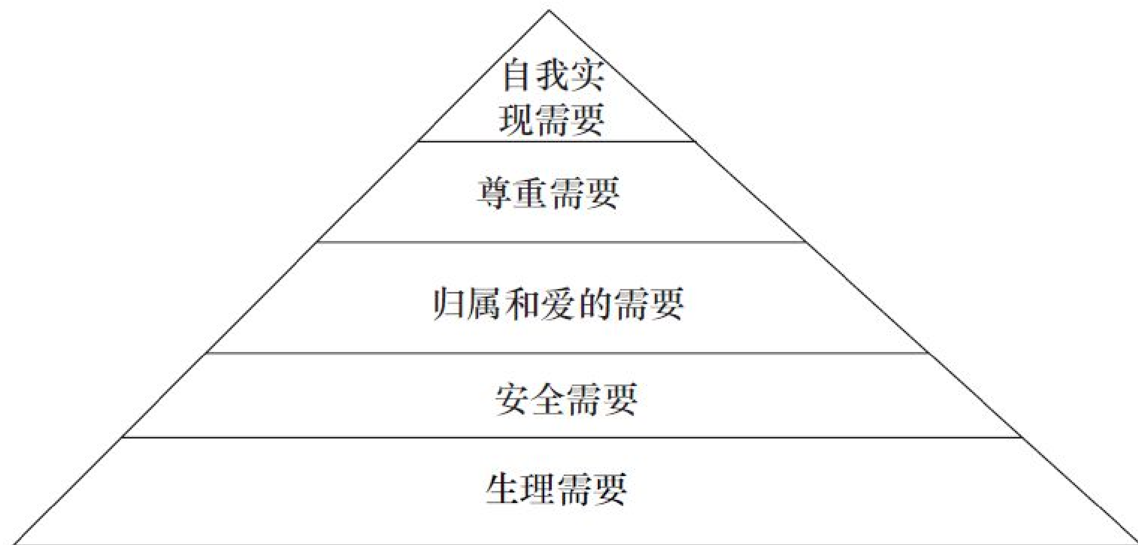


图12-4　马斯洛需求层次理论

在中国和亚洲，人们已经开始努力提升自己和孩子的生活水平，这是一件好事。人们如何从环境污染和全球变暖的角度看待这个问题，那是另外一回事。亚洲主要使用煤炭取暖，因为煤炭价格便宜而且容易获取，但是煤炭对于环境是最糟糕的商品。保持环境清洁，是需要付出代价的。

当这些国家的人们的生活发生这些细微变化时，引发许多行业产生连锁反应，会出现经济繁荣与萧条，对世界自然资源的消耗也将非常严重。这将会成为世界上许多市场前进发展的推动力之一。在过去

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的两年里，我们看到了商品市场处于这种趋势的第一阶段，在未来的几十年里我们还会经历更多类似这样的变化。

举个越南的例子。那里牛奶消费正以每年30%的速度增长。在经济增长的第一阶段，牛奶属于增长型行业，因为人民开始饮用巴氏灭菌牛奶，并且他们的饮食结构也在发生变化。从牛奶消费开始，慢慢会转移到电力、电视机、家电然后到汽车等。你可以在每一个新兴国家看到这种周期性规律。

从更长远的角度来看，全球经济增长速度将会趋缓，但是短期和长期是有区别的。5年那是长期，但是事实上我认为人们不可能看到两年以后的事，因为市场上存在太多的变化。

有两个推动力在促进世界经济增长速度：美国的消费以及亚洲的工业和资本投资。为了满足内部能源需求，亚洲和中国必须放慢增长速度，美国的消费者也必须放慢消费速度。关于是否能平稳实现目标，这一点我们很谨慎。我们担心中期内，即6～24个月的发展状况。

我们同样担心爆发中东事件的风险，因为世界上石油的产能并不宽裕。世界不能容忍在较长的时间里失去任何炼油厂的风险。如果任何一家炼油厂停止炼油，我们将很快看到原油价格上升到100美元/桶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同时，我绝大部分时间在思考我们这个行业里的供给与需求会发生什么变化。就像我已经解释的，我们往往基于不利的宏观经济假定做出决策，这样才能立于不败之地。

你对对冲基金业有何顾虑？

没有。因为，总有一些人具有远见卓识，会利用数据和细节去创造和发展远见，他们会有更大的成功机会。

在Ospraie，我们投资风格决定了要保持领先地位，就需要做大量工作，因为存在大量需要我们去消化吸收的信息。早晚有一天，我会把工作量转给那些没有太多孩子、精力高度充沛的人，这意味着我们必须建立这样的文化：能够吸引、培训并留住最优秀的人才，这样才能把指挥棒交给他们。而在组织进行定位，是我工作的一部分。

如果说在我退休后，公司还是很兴旺，和我一起工作的人事业成功，我对家人、朋友、投资圈以及周围的人有积极影响，那么我会认为这是一种好的生活，是一个成功。我希望看到和我一起工作的人事业成功，那些委托我管理他们资产的人也过得更好。那样我才算履行了责任，创造了一种能持续发展的环境。但是，这只是我的愿望，只有在最后才会知道结果。

雇用新人时，要求什么样的品质？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首要的和最重要的品质是智慧。我们不需要卓越才华，但是最低程度的智慧是必需的。我们寻求职业道德、自豪、能力、热情与兴趣的结合体。这是一件很费时的事情，如果你从事不喜欢的工作，那么很难表现优秀。因为我们经常要从各种各样的渠道收集信息，因此沟通能力和人际关系能力很重要。我发现在面试中，最难衡量的品质是判断能力和常识，而这些在市场中却极其重要。

我最喜欢的一个标题，是《华尔街日报》商品版面的一篇文章“中国购买玉米的谣言导致玉米价格暴跌”。事情很可能是，一个记者赶着要交稿，因此打电话给一些交易员，他们随口说出“中国购买玉米的谣言导致玉米价格下跌，得赶紧”。我们都知道如果中国在购买玉米，价格应该会上涨，但是这个笨蛋记者没有想一下他的标题是否符合逻辑？其实也不奇怪，因为最近该报的商品版已经几乎无人问津了。

自从你创立Ospraie以后，发生过最有趣的事情是什么？

我们和都德在1999年刚创立Ospraie时，我有一次刚参加完伦敦举行的年度钢铁生产商聚会。在从晚宴步行回旅馆的路上，我看见一个穿橙色衬衫的人跌跌撞撞地在街道上走，他明显已经烂醉如泥，因此我上前帮忙。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安德森："对不起，先生。需要帮忙吗？"

穿橙色衬衫的人："哦，你是美国人？我在找旅馆的入口。"

安德森："好的，你往这边走。"

穿橙色衬衫的人："非常感谢。你是做什么的？"

安德森："我开了一家对冲基金。"

穿橙色衬衫的人："好的，你帮了我，我想帮你一把。我为索罗斯工作，我告诉你一件事。下星期不要持有黄金多头，我们将有所动作。不要持有黄金多头，这是我给你的唯一建议。"

我当时深信不疑，当阿尚提（Ashanti）倒闭时黄金价格已经从250美元上涨到325美元。那时我们持有一些黄金多头，因此我认为那个人是在解救我们。我那时十分期待索罗斯下星期会进入黄金市场，抛掉大量黄金。我们尽可能快地平仓了，然后等待下周一的到来。

那时我创立新的基金刚两个星期，事事如履薄冰，我持有的是黄金多头，而那个自称为世界最大全球宏观对冲基金工作的醉鬼告诉我不要持有多头。我那时心想，这是做好事得到的回报吧，好人好报，生活本应如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是，什么事都没有发生。更糟糕的是，我已经告诉了我的合伙人，我们平仓的原因是那个穿橙色衬衫的醉鬼，真是笑死人了！与此同时，黄金价格继续上涨。

我得到了一个教训，不要相信小道消息和流言蜚语。这是我最后一次做这样的事情，并以如此完美的方式吸取了经验教训。直到今天，想到那个穿橙色衬衫的人我们都要打趣，我很希望能找到那个人。或许这次访问会帮助我找到他。穿橙色衬衫的先生，请跟我联系。

[1]华尔街当时的网络股明星分析师。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章　股票操盘手

斯考特·拜森特（拜森特资本管理公司，纽约）

斯考特·拜森特曾师从不少当今最知名的交易员，包括乔治·索罗斯、斯坦利·达肯米勒、尼克·罗迪、吉姆·罗杰斯还有吉姆·查诺斯。他的交易生涯跨越了全球市场和对冲基金业演变的最重要的几个时期，特别是，他经历了从只有索罗斯量子基金和老虎基金这类巨型基金，到大量像他那样创立小规模基金的时代。虽然他现在只管理自己的资金，但他能够发现并提出对冲基金业令人担忧的趋势：对投资者百依百顺，而不是坚持做到最好。在他2000年离开索罗斯基金管理公司后，并没有把对冲基金传奇人物罗伯特·威尔逊当时的建议放在心上。威尔逊建议拜森特不要吸收外部资金，因为为了盈利100%，你必须愿意亏损20%。但是如果吸收了外部资金，投资者就不可能容忍你亏损20%。

2000年秋天，拜森特以10亿美元外部资金起步创立了自己的基金。在经历了第一次失败之后，他不得不面对投资人撤资带来的各种困难。自从那时起，他听从威尔逊的建议，退回了所有外部投资者的资金。如果屈从于投资者的压力，就得在交易风格方面做出让步。

我在一个寒冷的下午采访了拜森特。他的办公室位于纽约曼哈顿商业区和住宅区的中间地段，在第五大道的钢结构玻璃高楼里，安静

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得可以听到针掉在地上的声音。这里完全不同于交易员在滚动着市场价格的屏幕前大喊大叫的情景。拜森特声称自己喜欢阅读，讨厌喧闹。确实，在采访期间，经常看到他的团队散坐在那里阅读着什么，与芝加哥交易大厅或纽约和伦敦主要银行交易厅里的场景相比，这里充满智慧与理性的氛围，与前者形成了截然不同的对照。

这里到处是书籍、新闻通讯、杂志和报纸，给他们提供了丰富的资料。拜森特肯定迫使自己熬夜阅读，因为在我采访他的时候，我发现他的眼睛布满血丝，看起来已经度过了好几个不眠之夜。

“我已经几个晚上没睡觉了，”他承认说，“中国那边发生了一些事情。”

拜森特一边按摩着眼睛，一边看着显示器，告诉我索罗斯因“打败英格兰银行”而闻名时，他所管理的索罗斯基金伦敦办事处的情形。他诚恳地道歉，并且说他成为这样糟糕的采访对象实在不好意思。虽然他很谦逊，更喜欢阅读而不是谈话，但是他丰富的经验证明了一切。拜森特在索罗斯基金管理公司得到了锻炼，他属于典型的全球宏观策略股票交易流派。就像拜森特自己解释的：“因为我主要以投资股票来表达我的宏观观点，因此我的交易风格与其他全球宏观经理有所不同。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管在最终选择那些能够表达他个人的宏观观点的股票前，他需要大量阅读和对单个公司进行研究，但有一个特殊的故事能证明：他并不是一个典型的股票基金管理人，更恰当地说，他首先是一个一线的操盘手。

在1998年长期资本管理公司危机不久之后，拜森特在佛罗里达州一个高尔夫学校发现自己与长期资本管理公司声名狼藉的约翰·梅里韦瑟搭对。高尔夫教练把他们分在一个组，解释说：“你们两人做的事情是一样的。”拜森特回答说：“不，我们做的事情不一样——当一个交易对约翰不利时，他会增加头寸；而当它对我不利时，我会减仓。”

你是怎样成为全球宏观对冲基金经理的？

我曾在耶鲁大学主修文科，希望成为一名记者。在大学三四年级的时候，我有幸成为吉姆·罗杰斯的实习生，他是量子基金的创始人之一。我在一家投资俱乐部遇到了吉姆，他是这家俱乐部种子资金的捐助者。他说的头一句话是：“你可能会亏得精光，而这对你而言是件好事。如果你想了解更多的关于投资的事，那么持有小麦空头，看一下感觉如何。”

吉姆的办公室在上西区——在他居住的连排别墅隔壁，在那里他管理自己的资金，我为他工作了几个星期，心想：“我喜欢做这种工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作，就像记者一样——你收集许多信息，然后做出决策，但是区别在于你不是要从某种角度写故事，而是要从某个角度做投资。”

你从吉姆·罗杰斯那里学到了什么？

我学会了做基础研究，始终如一地挖掘和观察别人没有观察到的地方。他让我做表格，那时Excel还没有出现。《巴伦周刊》会把各行业的股票进行排名，我们就把这些公司重新排序，以判断哪只表现最差的股票我们应该买进了，哪只表现最好的股票我们应该卖出了。

从耶鲁大学毕业后，你做了什么工作？

我去布朗兄弟（Brown Brother）公司工作，因为它是为数不多的雇用应届生做股票研究的地方之一。我在那里工作了6个月，我绝对讨厌那个地方，因为那里的工作基本上就是，“我们是去买通用汽车的股票，还是买福特汽车的股票？”

机会来了，有人让我去帮助一个中东家族管理他们的资产，我就跳槽了。他们拥有6亿美元的资产，这在1985年可是一大笔钱。我们一共5个人，管理着一个规模很大的包括股票和商品的投资组合。我们和他们家族中的一个成员一起组成团队管理该投资组合，而且有很大的选择余地去下大赌注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

富裕家族是怎样管理他们的资产的以及他们怎样对待风险，你从中学到了什么？

他们喜欢了解购买的股票的公司管理层，而且只投资于熟悉的行业。他们的投资方法受到他们1975年第一笔投资于DLJ公司股票的影响。当时该股票的价格曾从30美元/股下降到2美元/股，美国运通公司卖掉了其25%的股份。该家族的掌门人是帝杰公司一位创办人的朋友，他问该创办人：“如果你认为这是一个好买卖，我会把整个公司都买下来。”他确实这样做了。7年以后，他们把DLJ以30美元/股的价格卖给了衡平资产管理公司。因此，他们的投资哲学建立在信任管理层的基础之上。

另外一件对他们很重要的事，是要做到有备无患。他们使用杠杆，但是总是另外留一笔资金，以预防出现问题或资金需求。在1987年股市崩盘那天，这种做法起了大作用从而盈利丰厚。我原以为我们会被市场踢出局，但突然之间我发现原来还有大量的后备现金被储藏起来。

我依然能记得屏幕中每一种股票都在暴跌的惨况，而我至今心有余悸。我们亏损了那么多钱，都不敢相信他们怎么会那么平静。这是一个失控的打击，但是因为我们有备用资金因而没有被逼上绝路，也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有被迫抛售。我们能够保持理智，事实上还购买了更多的股票。事后证明，那时正是绝妙的购买机会。

你接下来的工作是什么？

我接着去和吉姆·查诺斯一起工作，那时他刚刚开始做卖空操作。辞掉先前那份家族工作转而与他一起工作更有趣，那个家族对上市很乐观而且极度看涨，而吉姆却总是试图与大众背道而驰，他不断寻找市场中出错的东西。

吉姆不擅长的一件事，就是去琢磨事情的症结。他从未费力地找过那些会改变市场焦点的催化剂。他通常都是对的，但是我从那里学到的是，待在那里直到市场狂热终结，要比你提早发现它更重要。

在和查诺斯待在一起的日子里，我学到的是不必置疑所有事情。也许星巴克的员工实际上个个都是优秀的管理者，也许eBay是完美的商业模式。卖空者不能那样想，卖空是一种独特的思维方式。对于卖空者而言，每一只网络股票必将破产倒闭。吉姆总是对房地产押注，但是从我和他一起工作开始，我看到的都是房地产不断上涨，一些卖空者肯定赔了。另外一个问题是现在做卖空的人更多了，做卖空比以前难多了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖空还存在其他内在的问题。投资股票或购买股票，与卖空之间存在差别。通常，如果你是一个多空玩家，如果你的多头头寸下降了10%或20%，那么你会购买更多。如果你的一个空头头寸上升了10%或20%，那么你可能被踢出市场。要知道，如果你只持有多头将会使你持有空头更难。你的损失可能数倍于你原来的空头头寸，同样，当持有空头对你不利时，它会在你的投资组合中占有更大的比例；但是当它作用时，它会成为你的投资组合中较小的一部分。因此，当做空对你不利时，风险会增加。

作为一个卖空者，查诺斯有哪些与众不同之处？

吉姆非常成功，而且捕捉到了许多成功的卖空机会，包括最近的安然。吉姆的优秀之处在于，他是卖空者当中受过良好教育的人。他从耶鲁大学毕业，能言善辩、深思熟虑。他不像那些出身草莽的做空者。吉姆抓住了一些大的做空机会，他为此做了大量的准备工作。

当我为他工作的时候，他旗下管理的资产已经从2000万美元跃升到5亿美元。更值得称道的是，那期间整个行业都做得不怎么样，有一些大集团都垮了。

1991年我对吉姆说：“我找不到用来卖空的东西。”而他说：“那也得去找，我们是一个专门的做空基金，我们必须这样做。”事实上，我真不希望以12美元/股的价格持有花旗银行的空头。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们最大的客户是索罗斯，那边的人说：“如果你离开查诺斯，就过来和我们一起工作吧，但是只有当你确定要离开时再来。”现在回想起来，那是我做得最好的一次市场看涨期权，且不说是我职业生涯的一次飞跃。我甚至不知道那时我在做市场的多头，但那时确实已经是市场的最低谷了（见图13-1）。



图13-1　标准普尔500指数（1989～2000年）

资料来源：Bloomberg.

我花了几个星期周游世界，然后去纽约的索罗斯基金管理公司做分析师。那是1991年11月，而索罗斯公司欧洲那边的投资组合经理做得并不好。德国刚实现统一，他在德国押注做多而没有起作用。确切

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地说，我是当时纽约办公室唯一一个懂得欧洲股票的人，而这得益于我之前所做的家族理财的工作经历，因此我被派到伦敦办事处。

我刚在那里待了两三个星期，乔治就解雇了伦敦办事处那班人马。于是，我一个人管理着3亿美元的投资组合，绝大多数是投资于一只股票，而当时量子基金所有的资产也只有10亿美元。

在史丹·达肯米勒的帮助下，我开始管理欧洲账目。当时他在纽约担任索罗斯基金管理公司的首席投资官。他们对我说："你就一直待在那里，直到我们找到一个欧洲高手接任。"然而我很幸运，我的业绩相当好，之后他们对我说："你为什么不继续留在那里呢？"于是我就接手了索罗斯基金管理公司伦敦办事处，一干就是7年。

当英镑脱离欧洲汇率机制时，你应该还在管理索罗斯基金管理公司的伦敦办事处。你能谈一下发生在那次著名交易中的一些事吗？

我们当时已经准备一阵子了。而这笔交易是索罗斯量子基金在全球宏观对冲基金业中脱颖而出的良好例子，因为我们做了十分详尽的研究。史丹和乔治相信，如果你能找出微观层次正在发生什么，你就能勾勒出全景。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我对英镑脱离欧洲汇率机制所做的微小贡献，是我对英国住宅和房地产市场所做的研究。那时在英国，大约90%的按揭贷款都与隔夜拆借利率紧密相关。如果英格兰银行在周三加息，那么周五按揭贷款的利率就会提高。

我已经持有英国住宅股票空头一段时间了，乔治正在考虑让我平仓，因为股票价格可能会上涨。我对他说：“乔治，我已经研究过了，房地产股票价格即将下跌。”如果你和他辩论你能说服他的话，他会欣然接受，而这也是我在那里干得好的原因。

当然，住宅股票交易与英镑交易无法相提并论，这也合情合理。关于英镑脱离欧洲汇率机制最吸引我的是史丹·达肯米勒的博弈能力，史丹很懂风险/收益，与乔治估量交易的能力结合在一起，真是绝配。我没犯错误，卖空英镑是史丹·达肯米勒的点子。而索罗斯的贡献在于他决定持有规模巨大的头寸。

我们意识到迫使英格兰银行放弃英镑汇率交易区间，他们必须从我们这里购买无限量的英镑。我们的计划是基金获得的利润，在汇率目标区的边界上进行杠杆交易。当时基金收益上升了12%，因此我们在那个边界点上两次提高杠杆，如果他们把英镑汇率推回到目标区的另一端，那么我们顶多损失掉该年的盈利。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

英国经济本身已经很疲软，因此当英国为保卫英镑而加息时，人们的按揭负担水平将提高。基本上会加重英国每一个有按揭贷款的人负担。当他们为了达到保卫英镑的既定目标而把利率从7%提高到12%时，我们知道那是极限，完蛋了。

作为索罗斯在伦敦的代表，你为此承担了压力吗？

当然了。在那以后，许多公司不再与我见面。刚开始，是因为英国国家尊严的原因，但是随着他们看到利率下降了，经济也在复苏，他们的立场也软化了。很有意思的是，在这之前没有人听说过索罗斯。我记得黑色星期三发生的第二天——星期四，我和索罗斯在他伦敦的家里打网球，大批狗仔队和摄像师等候在外，他仿佛成为了摇滚明星。

然而英国官员值得表扬，他们知道应该马上收手停止干预市场。英国财政大臣诺曼·拉蒙特和首相约翰·梅杰为了长期利益而忍受一时耻辱，我的意思是，看看法国与德国——它们现在还深陷泥潭之中。

你认为欧元将如何发展？

最终欧洲会被迫进行结构性改革。欧元的当前表现，让我想起了乔治过去常对我们说的话：“我会解雇你们，但是其他人比你们更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

差。”不管人们什么时候问我“你为什么持有欧元多头？”我会说是因为其他东西还不如欧元。

现在可能酝酿一个非常大的政策失误，与20世纪90年代日本的错误相似。现在引发政策问题的所有因素都存在，尤其是学术化的央行的存在。欧洲央行的官员给我的印象是，就像一群什么都不懂的大学教授。一位来自芬兰的女士，是我所见过的最为强硬的央行官员，她所关心的只有核心消费价格指数（CPI）。西班牙银行的每一位总裁关心的只是房地产是否失控，以及诸如此类的东西。他们不关心最大的两个欧洲经济体始终是存在严重问题的，他们更漠视欧洲吸收的外国直接投资少得可怜的事实。欧元能够胡乱应付过去，很大程度上是多亏了糟糕的美国经济，如果不是美元陷入困境，欧元也就不会显得那么好。

让我们谈一下让索罗斯饱受批评的另一次危机——1997年的马来西亚危机。一个国家改变货币政策后公开指责索罗斯该为它负责，你怎么看？

那让人有点担忧。事实上那是一次有人开始真正地封锁资金流动，而同时也关闭了整个经济系统。幸运的是，没有其他人效仿他们。老实说，从经济学角度来说，我真的不理解马来西亚的做法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存在着好多关于政策制定者把自己国家的问题归罪于投机者的例子。关于是基金经理促使政策改变，还是政策措施吸引了资金这个问题，你的看法是什么？

投机者的活动会造成短期移动，但是我不认为投机者能够驱动经济基本面。从另一方面来说，那么就说明基本面出现了问题——俄罗斯就是当地资金逃离本国的经典例子。因此只要本地投资者能够保持对本国经济的信任，投机者也就无机可乘，他们通常不可能摧毁一个系统。

问题在于，考虑当今如此巨大的资金流量，短期内投机者狙击某种小的货币是可能的。然而，只要政策得当，从中期来看，投机者仍将一事无成。

一个很好的例子是匈牙利福林的汇率波幅。即便存在大规模的投机活动，福林实际上却更坚挺。在狙击投机活动中，匈牙利央行开始印钞，把投机活动一路挡回。福林的波动幅度很大，投机者最终被逐出市场。

说到俄罗斯，索罗斯两次成为头版新闻，不同的是，这次他是因为一天之内损失了20亿美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上是10亿～20亿美元，那确实让人心烦，我们损失了当年绝大部分的利润。这完全不可预期，因为经济学教科书会告诉你一个国家从来都不会对以本国货币记价的主权债务违约。这完全没有理由，因为可以印更多的货币。确切地说，这是个接近零概率的事件。

从全年来说，我们盈利了24%，而一天之内我们损失了15%，这样我们仍然还有其他一些表现优秀的头寸，为遭遇这种倒霉情况提供缓冲。史丹的哲学是从来都不能被逼上绝路，因此我们开始清仓其他头寸。我们希望能够把资金补充到我们所喜欢的交易上，停止在最没有把握的想法上浪费资金。

让我们谈谈1999～2000年的技术繁荣与衰落。索罗斯和朱利安·罗伯森都是科技股与“新经济”鼎鼎大名的反对者，但是在那波泡沫的结尾时受损。我记得达肯米勒把资金组合从空头改为多头，这种反向转变在1999年拯救了量子基金，但是在几个月之后的2000年却伤害了量子基金。

史丹在改变想法方面比我所见过的任何人都强。也许是他持有那个头寸太久了吧，但是史丹有一个过人之处，是能够而且做到绝处逢

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生。借用约翰・梅纳德・凯恩斯的话就是，“当事实改变了，他能改变自己的立场”。

公正地评价史丹，2000年全年来说量子基金是盈利的。他与索罗斯一起管理投资组合，从3月的亏损12%转变为全年的盈利15%。如果你还记得，虽然纳斯达克在2000年3月遭抛售，但是在9月几乎又达到一个新高。那时他再次改变主意，把头寸从净多头变为净空头，从而成功地捕捉到了整个波动趋势——从2000年9月一直下跌到12月。

史丹・达肯米勒是你最钦佩的基金管理者吗？

史丹和尼克・罗迪排在前列。

史丹・达肯米勒可能是历史上最伟大的赚钱机器。他兼具吉姆・罗杰斯的分析能力和乔治・索罗斯的交易本领。而且，一旦达肯米勒看准就会下注，他是一个命中率奇高的玩家，其收益的稳定性简直令人难以置信。在过去的25年里，他管理资产从未有过一年是负收益。1989～2000年，量子基金的纪录几乎都是史丹创造的。在那期间，资产从10亿美元增长到200亿美元，而且从未遭受损失。而索罗斯创造的纪录是，在竞争对手七零八落的期间仍能赚钱。

尼克・罗迪在索罗斯基金管理公司中负责配额基金（quota fund），是我钦佩的另外一个对冲基金经理。他知道如何寻找两三个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

主题，然后大规模下注，再坚持持有好多年。他对货币市场或债券市场趋势改变的直觉无人能及，他抵御短期不利波动的能力也是如此。有意思的是，尼克只是一个人工作，没配备助手，每年却能走访100多家公司。

史丹和尼克是对冲基金的佼佼者。他们远离公众视线，只谈论他们的债券，而且他们都是顾家的男人。

从另一方面来说，乔治·索罗斯比史丹和尼克更加喜欢豪赌，所以业绩不太稳定。他和沃伦·巴菲特正相反，巴菲特拥有很高的命中率。而索罗斯则命中率很低——低于50%甚至可能低于30%——一旦押对就是大满贯。因此他就像贝比·鲁思（Babe Ruth）[1]，乔治曾经说：“如果你的头寸正确，那么头寸再大也不为过。”

你与索罗斯、吉姆·罗杰斯一起工作过，你注意到这两个前合作伙伴有什么区别？

罗杰斯是个分析师，而索罗斯是个交易员，这就是为何说乔治和吉姆是如此好的一个组合。吉姆深思熟虑、善于分析，但是不擅长实际交易；而乔治吸收和利用信息的能力无人可及。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你在索罗斯基金管理公司工作的日子里还有其他轶事吗？

索罗斯过去曾拿出许多资金分配给其他人管理。当人们开始亏损时，索罗斯不会烦恼，但是他总是担心他们不会感受到痛苦，因为那是索罗斯的资金而不是他们的。如果人们在11月和12月遭受损失，而且看见交易量变大的话，他会立即抽回资金。同样，如果在亏损的同时，交易量加速扩大，他也会抽回资金。当你陷入困境时，最糟糕的就是摇摆不定。在交易中，当这里无事可做时，你能做得最好的事就是什么都不做。

你在索罗斯基金管理公司的工作是怎样结束的？

当2000年3月纳斯达克崩溃时，我们遭受了巨大损失。乔治希望降低风险，因此绝大部分高层管理者都决定离开。

我在2000年秋天创立了自己的对冲基金。当我筹集资金时，我实际上是在迎合市场所需的交易口味，而不是我想做的或我所擅长的。刚开始时，我没有做全球宏观对冲基金交易，因为那时全球宏观对冲基金是个令人生厌的肮脏字眼。我们的头寸高度分散化，因为每个投资者都要求分散化投资。我们雇用了许多分析师，因为人们希望看到交易的依据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我所犯的最大的错误在于没有听取一个人的建议，他是20世纪70年代以来对冲基金的传奇人物——罗伯特·威尔逊。他那时是个大人物，现在也在管理自己的资金。当我刚开始创立基金时，他通过我们的一个共同的朋友安排共进午餐。席间，他斜靠在桌边，对我说：“如果你真像报纸上报道的那么有钱，只管别人的钱的话，那你就是个笨蛋。如果你管理自己的钱，你可以为了多赚100%而乐意有20%的损失；但管理别人的钱就做不到这一点。”

我后来知道了管理企业和基金是如此之难。在经历第一个挫折之后，许多投资者撤资了，那真是一场噩梦。因此我告诉留下来的投资者：“我将用自己的资金做同样的事。如果你们希望跟随我，我欢迎；如果不想跟随我，也没关系。”然后我重新回到我的全球宏观对冲基金交易风格，绝大部分使用自己的资金。收益的波动更大，但是收益却好多了。

那就是在索罗斯基金管理公司工作学到的绝技。绝大部分资金来自合伙人，我们关注的就是赚钱，只要我们坚信该头寸，我们不用担心每月的波动或亏损。

我发现很难有全球宏观交易策略不起作用的时候，那可能存在于经济没有重大波动的期间，但是除非遭遇全球货币危机，否则那样的期间不可能持续长久。而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且即使我们确实遇到货币危机，也将产生其他失衡现象，而这将为全球宏观对冲基金创造机会。

正是这样。再次申明，我只是提供市场所需的，因为在2000年，对投资者而言，全球宏观对冲基金业已经完蛋了。

当时，负责为耶鲁大学捐款基金分配资金的大卫·斯文森（David Swensen）对我说：“如果你做全球宏观对冲基金，我将不会投给你一分钱。”你不得不表白不会进行全球宏观交易。但实际情况是，斯文森自己也在做全球宏观对冲基金交易。他把部分耶鲁捐款投向风险投资，就是在做全球宏观对冲基金交易。而且他还把一些资金投在石油、天然气和木材上，这也是在做全球宏观对冲基金交易。

最近，我在一个资金经理的圆桌会议上听到大家在谈论，“我投资这只股票”或“我投资那只股票”。他们的态度是：世界将会发生什么无关紧要，因为他们所钟爱的股票正在产生现金流、回购自己的股票和做着这样那样的项目。人们总是忘记了，50%的股份波动来自整个市场，30%的股份波动来自产业，而可能只有20%的股份波动才是选股产生的额外收益。因此，挑选股票必然隐含了对全球宏观投资策略的下注。当一个人购买航空公司的股票，事实上他就是对石油做了一个全球宏观投资策略交易。说实话，我认为人们不太清楚全球宏观投资策略都隐含着什么。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自从你踏入该行业，全球宏观对冲基金业发生了什么变化？

以前它不叫“全球宏观对冲基金”。事实上，你能够卖空的任何东西都是对冲基金。现在，我被现实震惊了：一是使用的杠杆的规模；二是人们所做的套利；三是人们所做的神秘事情。还有，交易比从前变得更具方向性。

系统内的杠杆效应在日内交易中表露无遗。看一下现在的货币市场，每日的波动极其巨大，但是当周几乎没有波动，因此趋势中包含着许多噪声。

再看一看主要的经纪公司。他们见到我所说的第一句话是：“我们可以给你比其他人都高的杠杆比率，我们可以在离岸市场这样做，俄罗斯股票的杠杆可达到20倍。”这简直是疯了。

在一个低波动性、低收益的环境里，人们错误地把低波动性当成低风险。我们正在为下一个将会发生的完美风暴种下恶因，因为现在的投资者都没有经历过太大的波动，而且每个人都在使用杠杆获取收益。不同的是，这种情况现在发生在每个投资者身上。

对冲基金进行杠杆交易，而且对冲基金最大的投资者——母基金也进行杠杆交易。许多母基金的杠杆率是5∶1，而这还没包括他所投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资的对冲基金的杠杆，因此你可以看到整个对冲基金业将是怎么解体的。

我不确定这种基金业解体的压力到底在哪里。我不确定它是否存在于公司债券价差上，那将涉及每一个人。我也不确定它是否只存在于新兴市场。但是，不管在哪里，这种压力确实是存在的（见图13-2）。

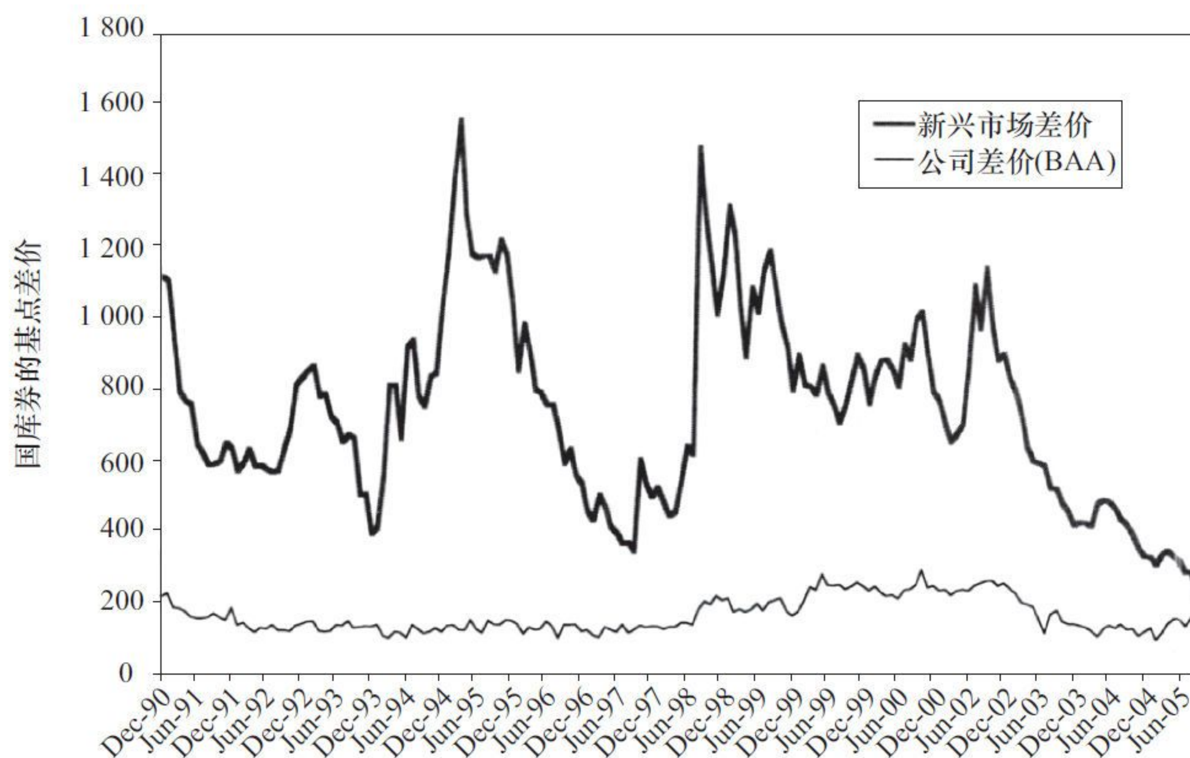


图13-2　公司债券差价和新兴市场差价（1990～2005年）

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我告诉你每个母基金准备明天赎回投资，因为它们自己的投资者要求赎回资金，那么你将怎样定位你的投资组合？

我会做空，市场将会崩溃。我们现在还不会那么做，因为在等待过程中可能会被摧毁，但是在恰当的时机我们会那样做的。

这让我想起了网络泡沫期间的做空雅努斯的交易。那只基金叫Janus 20，而股价上升的唯一原因是资金流入。那只共同基金每一天能吸收资金5000万美元，他们不断买入那20种股票。现在，公司债券价差也发生了同样的事。那些大的对冲基金每季度吸收了大量的资金，而他们不断投资于相同的交易，变得越来越大。

总的来说，人们现在不再努力赚钱了。他们中的许多人拥有巨量的资产，因此他们是在运营某一种业务，不再是对冲基金。对冲基金本应创造巨大回报。

基金是在拿起石头砸自己的脚。他们希望低波动和低风险，因此你看到对冲基金比往常更快地平仓。基金管理者不为波动性承担风险。如果你管理100亿美元的基金，按2%的管理费用计算，你每年可以得到2亿美元，因此还会有谁会愚蠢到要承担那种风险呢？收益达到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%就已经相当可观了。更何况还有2亿美元。大基金的管理者已经没有赚钱的激励了。

而那正是索罗斯之所以吸引人之处，他从不会受制于业务的盈利状况。他值80亿美元的原因在于，如果他在6月盈利20%，那么他就会努力在12月盈利100%。在类似的情况中，如果其他投资者在6月盈利了10%，他们中绝大多数人会选择平仓而在其他月份中消极等待，这也正是他们的投资者的要求。现在绝大多数人是如此胆小，以至于他们在遇到好的交易时，会选择马上平仓以求落袋为安。

在我的基金开始盈利一个月后，接到一位投资者的电话："我们想投资你的基金，但是如果你一个月盈利6%，想必是在做一些非常有风险的交易吧。"

那是投资者过于胆小的一个标志。最终，这种情况将会变成像风险投资一样。人们会开始质疑他们交了费用得到了什么。对冲基金最近业绩还不及标准普尔500指数，如果继续这样，人们最终会问："对冲基金管理者到底优秀在哪里？"

你认为对冲基金应该以标准普尔指数为参照标准吗？

不，但那是绝大多数投资人在心里所想的。绝大多数对冲基金只是告诉投资者他们是怎样想的，以及他们能做些什么，然后投资者会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观察他们是否能兑现承诺。

你认为对冲基金的部分问题，是那些只做股票多头的对冲基金管理者，突然之间把自己叫股票多头/空头对冲基金并收取更高的管理费，但是他们的收益却依然与股票市场保持显著的相关吗？

对，甚至最好的对冲基金日常都保持着的150%多头和80%空头，并且在行情下滑时他们都寄希望于他们的空头能拯救他们。当你看到他们中有多少人实际上从未有过净空头仓位的时候，你会感到惊奇。

我的一位朋友最近在耶鲁大学做了一次有关对冲基金的题为《谁会在熊市中幸存下来》的演讲。他展示了在20世纪70年代熊市中对冲基金的收益，难以置信的是，平均亏损达到40%。只有史坦因哈特和索罗斯盈利，还有一家勉强持平，这都是多头导致的问题。现在他的看法是，系统性问题将引发市场崩溃。

这种情况发生的催化剂，可能来自人们都没有留意的某个地方，比如结算问题或其他事情。摩根、房利美或者一家大公司的金融部门，还或许是一个大的欧洲对冲基金，都可能成为系统性崩溃的压力。我无法确定谁能有效监控这些人，似乎没有人知道——究竟是欧洲央行，还是国际清算银行，或者是其他什么人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在你的投资组合能经得住系统性打击吗？

事实上，我们现在的头寸很小，因此答案是肯定的。现在，我没什么想法。当我持有一个我不喜欢的头寸或者找不到好交易时，我会失眠。索罗斯过去也遇到过这种情况，“当后背疼痛发作时，他就会平仓。要应付投资者，我事实上能够想出一个非常聪明的关于我为什么退出市场的理由，通常就是我的失眠。我们现在会直截了当地说，如果无交易可做，我们不会勉强自己去做任何事。”

让我们谈谈投资组合，正常情况下，你怎样构造你的投资组合？

有时我们会持有8～14个头寸，但是它们通常都很大，而且也未必平均配置。例如，从2004年1月到2004年4月，我们可能把80%的净资产价值投资于日本股票，而这其中的一半投资于多家日本银行的股票，另一半投资于一家银行。

我们确实会使用杠杆，但是不存在固定公式或限额。我们投资日本的头寸是经过贝塔调整，波幅和仓位都很大。我们可能采用2～3倍杠杆去做G5集团货币，从理论上来说，它们不可能在一天之内有超过2%或3%的波动。我从未考虑应该怎样去确定杠杆比率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资日本银行的逻辑是什么？

它使我想起1991年，当时每个人都认为花旗银行会破产，但这次有催化剂（见图13-3）。日本股票，尤其是银行股票便宜得出奇。后来高盛收购了住友（Sumitomo）。当时市场充满了恐慌，每个人都害怕，恰恰是交易的大好时机。当然，有时最好的交易是发生在每个人都认为它是好生意但却无人入手交易时。



图13-3　日本银行（2002～2005年）；花旗集团（1989～1993年）

资料来源：Bloomberg.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当你开始持有头寸时，你打算持多久？

依情况而定。如果情况好的话，从开始交易算起会持有6～18个月。关于日本银行，我原以为可以持有好几年，但是没想到情况变得很快，前景已经发生了改变。我现在担心中国的发展速度减慢，因此我们也在缩小头寸，因为日本的经济增长一部分明显得益于中国。

以俄罗斯为例。我非常渴望购买俄罗斯石油公司（前尤科斯石油公司）的债券，它们以美元计价的收益率是9%或10%，是油价在35美元时零息债券收益率的5倍。最希望的情景是未来没有发生任何价格变化，这样我可以在未来5年内提高那个债券交易的杠杆比率，然后坐享其成。

当你开始交易时，你会设置目标利润和止损点吗？

通常，我没有设置止损点。我从史丹·达肯米勒身上学到的一件事就是怎样开始一笔交易。史丹的惊人之处在于，他可能交易错误但是他几乎从不亏损，因为他的进入点选择得非常好。因此我尽力把握好进入时点，几乎不会退出一笔交易。

目标利润也不固定，它会随着信息的增加而改变。我的计划是，如果出现这种情况，我会继续持有；如果那种情况发生，我会购买更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多等。我会想象可能发生什么、什么会使我退出、什么会使我购买更多，以及什么会让我继续持有。

现在你最喜欢的交易是什么？

我喜欢英国金边债券交易，具有一个轻微平缓倒转的收益曲线。英格兰银行是世界上第二优秀的银行，仅次于加拿大银行。它们很早就已经对症下药了——通过加息有效地解决了房地产泡沫问题，或者说至少是遏制了泡沫。英镑从交易权重的角度来看十分强劲，而且英国与美国相比，对汇率波动的敏感度更高。英镑是个小币种，因此当人们抛售美元但又不想要欧元时，且可在英国获得4.5%的隔夜拆借利率，那么你可以购买英镑。货币的强弱会随其利率水平的高低而变化。

利率对货币市场有重要影响作用吗？外汇市场的焦点似乎一直发生着变化。

索罗斯曾经说过：“不要努力把游戏玩得更好，而要努力去弄清游戏什么时候发生了改变。”

我们现在正处于美元体系转变期。美元过去在20世纪70年代末期到80年代实现了经常性账户平衡。其后美联储主席沃尔克开始加息，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率差异的作用变得重要起来。现在，我们有一个非常好的机会，因为我们又经历了一次基本改变，正重新回到关注经常账户。捕捉到基本转变将是你赚钱的机会，因为每个人都在关心重要事情。

还记得你最糟糕的交易是什么吗？

我最糟糕的交易是在1999年太早做空互联网股票。那是正确的交易，但是选错了时机。我学到的经验教训是，你可能判断正确但却会赔光所有的钱。同时，如果一只股票下跌到零，你什么时候卖空都无关紧要，你还是能赚到100%，因为你可以在它下跌的过程中卖空。你以25美元的价格卖空1亿美元安然股票所赚到的，与价格为50美元时卖空1亿美元安然股票赚到的一样多。最好是拥有更大的把握，再扩大两倍的交易规模。

我现在正在等待日元短期利率的交易，当日元零利率政策结束时，这可能成为这个10年最佳交易机会。我不必抢得太早，甚至我可能会等到他们第一次加息，因为一旦他们改变利率，这种事就会发生。

你是否吸取过去的经验而变得更有耐性？

是的，而且我更情愿哪怕错过，也不愿做错。如果你问我过去两三年所犯的最大错误，我错过了其中两年。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在2002年夏天，我本应该飞去阿根廷——那是一生的少有机会，结果我错过了。今年我持有墨西哥比索的多头而不是加拿大元的多头，还是以俄罗斯为例，我原以为尤科斯事件会引发俄罗斯股票和债券市场下跌，那将是买入的大好时机。确定无疑的是，我本应该在5年之前买入。相反，我只是在等待，认为尤科斯股票价格为零时才是俄罗斯市场的谷底，那时我会尽我所能购买俄罗斯的股票。

当你做一笔交易或正考虑一笔交易时，你认为亲身访问该地有帮助吗？

我无法确定那样做是否有价值，尤其是当它与俄罗斯有关时。与其他基金经理讨论会更有价值，因为他们现在已经狂欢到相当歇斯底里的地步。那是促使对冲基金业发生改变的另一件事：你最大的风险可能在于你的竞争对手如何建构头寸。

对冲基金业就像观看鲸鱼，因为最大的风险不是鲸鱼攻击船只，而是在于每个人都看见了这条鲸鱼，然后都跑向另一端，结果让船失去了平衡。这就是对冲基金业正在发生事情。每件事都变得趋于某一极端。我希望处于船的另一端，或者干脆就不上船。

你认为市场喜欢检验大众交易的可信度吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的，而且现在尤其如此。市场总是在寻找令人痛苦的交易机会。有意思的是，如果完全按技术分析操作，你也许永远不知道为何看上去将要发生的事情终究会发生。技术分析向你展示了大众所想的事情。

你使用技术分析作为市场行为分析工具吗？

是的，而且我们同时利用技术分析来关注那些可能没发现的事情。我们有一个系统，每星期筛选全球范围内的1400种股票和商品。尽管我从未依据系统的技术分析进行交易，但是如果突然之间印尼的10种股票变得很显眼，我们就会重点观察印尼的情况。

你还从哪里获取信息？

许多简讯、笔记、杂志。通过交谈获得的观点很少。我们基本上都是围坐在一起，然后阅读。我们可能会获得激发一个交易点子的四五条笔记，然后存档。在任何时候，我们都有20个好点子，因此我们知道我们要买什么，并且等待良好的进入时机。

例如，我们已经在考虑，我认为我们已经错过了一些买入的时机，然后再次，不可预测事件发生了——出乎意料的选举，他们的股票市场一天之内下跌了18%。在印度，本应该激进一些，我们还是没有购买太多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你在索罗斯基金管理公司工作过，你拥有非常有价值的关系网吗？

我只和某些人交谈。能够获得现在实际上发生什么的基本信息，是非常有价值的，但是总的来说，最好在办公室里安坐观察世界，只做自己的事。

在每一个国家或地区，我都有一家合作的经纪公司，他们将给我提供当地更有价值的信息。土耳其是个典型例子，我问当地经纪人：“你为什么不推荐一下土耳其的国库券？”然后我从那里获取信息来开展交易。土耳其现在真的让我神魂颠倒，因为它之于欧盟的地位，就像北美自由贸易区之于美国的地位。正如美国没有人认识到墨西哥对我们的帮助一样，欧洲也没有人认识到土耳其对它们的恩惠。土耳其将通过提供廉价的劳动力以及增长的年轻人口，来抵消欧洲老龄化以及负人口增长率的影响。

你对于世界的长期观点是什么？

某些时候，我们可能会有一个整体看法，但现在还不太好说。

我不知道未来要发生的是金融资产缩水，还是实体经济萧条。我确信金融资产不可能延续它们现在的表现，或不可能持续出现现在这样的情况，即便有如此多的人投资也能获得回报。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我有一个朋友，不可思议的是，竟然为了买房而每月去存钱。她现在变得经济拮据，因为她每个月为她的度假屋所存的500美元，只能获得1%的利息。而我其他朋友在他们承担不起买房费用时就举债买了房，现在已经开始获益了。她打算用存款来购买的房子，现在每年已经上涨了20%，这意味着那些大量借债的人事实上已经赚了好几个20%了，这多亏了他们的借贷杠杆，但是她却只有1%的利息收入。这个故事看起来是表明那些借贷生财的人很聪明，但从长期和全社会的角度来看，这是不可持续的。

更长期来看，我们会因草率而出问题。如果3～5年后油价达到100美元/桶，我们不会惊讶。亚洲的推动力非常强大。在中国有800万辆私人汽车，而美国有1.2亿辆汽车，但是中国的人口是美国人口的5倍。我并不属于那类鼓吹“中国主宰世界”的人，而且再次说一下，就像互联网，我不敢确定能否从中获取收益，但是，中国毫无疑问将改变世界。

另外一个大的观点是，我们在某个时候会和中国展开军备竞赛。当日本重新武装其军队时，我们会明白那种情况可能随时发生，而且我怀疑在接下来的两三年就会开始。现在仅仅是“中国十年”的开始。我们看到中国正在展示自己的力量，美国事实上正处于英国在第一次世界大战前后的地位。

[1]美国的棒球名将。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章　新兴市场专家

马尔科·德米特里耶维奇（紫杉资本公司，迈阿密）

马尔科·德米特里耶维奇从19岁起就从事新兴市场投资。他在1978年做了第一笔交易，1990年创立了自己的公司——紫杉资本公司。这家公司成为现存仍在运营的老的对冲基金之一。

对冲基金业在过去15年里发生了巨大的变化，而新兴市场投资与20世纪90年代初期相比，也已经发生了翻天覆地的变化。首先，以前的新兴市场，比如葡萄牙和希腊，都已经变成发达市场。因此已经不再被那些寻找前沿市场的人关注了。而现在的乌克兰、蒙古和巴基斯坦这些已经取得了新兴市场资格的国家，也许15年之后，也不再是新兴市场了。因此，新兴市场的投资随着周围世界的变化而发展。新兴市场是一个充斥着波动性的世界，因此绝大多数新兴市场投资经理，包括德米特里耶维奇在内，都无法抵御波动性。紫杉资本公司在1998年俄罗斯采取货币贬值和债务延期之后，曾经历了巨额亏损。然而，与其他葬身俄罗斯的新兴市场玩家不同，它没有关闭基金，恰恰相反，它继续经营，而且盈利水平又上了新台阶，意味着它的投资很快扭亏为盈了。这是一个非常值得敬佩的业绩。

德米特里耶维奇的紫杉资本不仅坚持下来了，而且现在它不满足于新兴市场和全球宏观交易，正在扩张业务。他正在创立以中国和日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本为目标市场的基金，并且进行其他策略交易，比如事件驱动型策略交易。与此同时，全球宏观投资与传统新兴市场投资之间的界限也已经变得模糊，而紫杉资本的演变也成为这种变化的一个缩影。如果真正的全球宏观经理将在全世界的任何地方、任何资产类别及任何市场上寻找机会，那么也应该把“新兴市场”包括进去。然而进行新兴市场的投资，只有通过亲身经历，与当地市场接触，以及在现场进行尽职调查，才可能了解其中错综复杂的事情。在这方面，德米特里耶维奇以及他的紫杉资本在过去几十年已经获得了独特的优势。

紫杉资本现在管理的资产已经超过了15亿美元，而公司的大本营却设在佛罗里达州的迈阿密，远离世界主要的金融中心。一眼望去，在迈阿密港口和海边有一座孤零零的办公大楼，在那里，我和德米特里耶维奇谈到他在充满波动性的新兴市场里的盛衰沉浮。当我第一次和他联系采访时，他回复说：“除了我已经从业大约15年的事实之外，我找不到自己为什么值得被写入这本书的理由。”但是在新兴市场上，或者在整个对冲基金业里，持久力体现在交易量上。德米特里耶维奇安然度过了许多重要的新兴市场的危机，包括1995年的墨西哥危机、1997年的东南亚危机、1998年的俄罗斯危机、1998年的巴西危机，还有2002年的阿根廷危机，更不用说那些发生不那么突然的重大变化，比如东欧剧变，以及中国崛起为世界强国。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德米特里耶维奇虽然在瑞士长大，但是他却自称来自南斯拉夫家庭，这也许是他对所见证的世界变化的证明。他热情友善又温文尔雅，面部消瘦，目光炯炯有神，似乎能看透人心。他的回答很简洁，给人的印象是他有更紧迫的问题等着解决，比如去发现下一个新兴市场的重要投资组合。

你是怎样踏入市场的？

当我还在大学读书时，我在银行有几百美元存款，但是收益甚微，因此我去银行询问我还能拿这笔钱干什么用。他们介绍我去投资股票，那就是我“入行”的开始。

我买的第一只股票是房地产投资信托（REIT），在3个月内价格上涨了10%；第二只是一家叫作阿根廷石油公司的股票，价格在一星期左右翻了一番。我当时在想：“这就是我要找的，这就是我以后要从事的工作。”

那时我19岁，我的家庭来自南斯拉夫，但我在瑞士长大。当我拿到了大学经济学学位时，下一步去做投资组合管理工作似乎合情合理。我加入了一家瑞士小银行，它属于典型的瑞士风格，在全球范围内进行投资。这就是我跨入全球投资行业的来龙去脉，而且我从那时起一直在干这个工作。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你为什么要创立自己的对冲基金？

更多是出于偶然机会。我那时在一个叫三角的公司工作，它由两个非常聪明的纽约金融家管理，他们把公司总部搬到了佛罗里达。过了一段时间，他们决定搬到伦敦，我不想去那里，希望留在佛罗里达，因此我决定管理自己和别人的资金。我于1990年创立了自己的基金，旗下资产800万美元。

自从你跨入该行业以来市场发生了怎样的改变？

总的来说，是人类的行为形成了市场。因为在一定程度上，人类在几百年内没有发生本质的变化，当然在过去10年也没有发生变化，因此我认为市场的本质也没有发生变化。看看2000年纳斯达克发生了什么，你会发现人类还是一样。市场问题存在繁荣、萧条、贪欲和恐惧，不会发生什么大的改变。

全球宏观对冲基金业发生了什么变化？

当我踏入该行业时，只有150～200家对冲基金，在那时人们已经认为数量太多。这些年来，一直存在的主要问题是，当更多玩家卷入这个游戏中时，业绩会在多大程度上受到不利影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现在，你有必要把全球宏观策略与定向策略、套利策略加以区分。在过去几年里，套利策略被使用得过于频繁。现在有8000～10000家对冲基金，就你可以套利的东西而言，无法充分满足套利需求，而这正是收益下滑的原因所在。

在全球宏观对冲基金市场中，不管是在1990年还是在2005年，市场如此之大，以至于只要你跟对趋势，究竟有多少家对冲基金已显得无关紧要了。过去和现在的困难，都在于捕捉趋势。最近，如果你在石油上投资数百亿美元，就可以大赚一笔了。从这种观点来说，市场事实上什么也没有改变，你只需要正确地捕捉到趋势。

现在信息流动更快了。1990年还没有互联网，但是区别不大。许多最好的投资机会，事实上需要花几星期，有时甚至几个月才能形成投资决策。

你认为套利策略是为全球宏观对冲基金创造了机会，还是消灭了机会？比如说，你会把过去几年的波动性下降归因于相对价值型和套利型基金吗？

当然它们都算是因素，但是低波动性往往是暂时的。我们在1993年和1995年经历了相同的情况，然后波动性反弹了。波动性与这种事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实更有关系——过去几年没有发生外部冲击，人们的情绪平静了，因此我们只有等待。

在这些日子里，对冲基金业的每一个投资者似乎都喜欢那种每月盈利1%的策略。问题在于，当每个人都希望这样时，那么很可能变成每月盈利0.5%。投资者通常会让收益变得平滑。

我们十分相信沃伦·巴菲特所说的：“15%的波动收益，即便不易取得，也好于12%的平滑收益。”在过去的15年中，紫杉资本已经为投资者带来年均15%的净收益率，尽管有时充满坎坷。

我认为不可能再有平滑的12%收益率，而更可能是每年6%～8%。它只与投资者的偏好有关。在全球宏观对冲基金市场中，我们明显偏爱更坎坷和更高的收益。

就投资组合而言，通常你是投资于许多小规模、相互之间不相关的头寸，还是只投资于几个大赌注？

前者。这些年来我们已经做了一些改变，不再将高度集中的风险放在组合中了。1998年以前，我们会在国家层次上拥有集中的头寸，但是在个股或债券层次上，会尽可能使头寸多样化。在1998年，我们的俄罗斯头寸非常集中，从而遭受了惨重的损失，因此之后我们改变了投资组合的结构。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很明显1998年的交易是个错误，因为在他们采取债务违约和货币贬值双重措施之后，所有在俄罗斯交易的投资工具都崩溃了。股票、货币、本币记值债券、外币记值债券都无一幸免。

从这个教训中，我们懂得了当一个国家发生内乱时，它的行为就像是一家公司被发现存在管理层欺诈一样。1998年投资俄罗斯就像2001年投资安然，安然所有的股票、债券、应收款项，以及养老金都遭受了损失。所有与安然有关联的东西都崩溃了。

自从那之后，紫杉资本就对在每一个新兴市场拥有的敞口采取了严格限制，而且我们把新兴国家也当成一家公司来看待。

1998年之后，我们调整了风险控制措施。我们以前也有风险控制措施，但在吸取经验教训之后，我们加强了风险控制。尤其是我们设置了非常严格的对每一新兴市场国家敞口的限制。全球宏观型基金的限制是10%，而对于新兴市场型基金，略有放宽，是15%。

如果以新的限制回过头再看俄罗斯事件，我们仍会遭受伤害，但是损失小得多。像波兰、捷克、匈牙利等其他东欧国家就没有发生违约，尽管它们因受到俄罗斯的牵连也出现了抛售，但是很快就强劲反弹了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我知道你在1998年俄罗斯危机之前，清空了俄罗斯头寸。但是，你在俄罗斯贬值和违约之前又重新进入，发生了什么事情？

1998年以前，我们投资于俄罗斯的债券市场非常成功，包括俄罗斯联邦财政部发行的以美元记值的债券、前苏联的俄罗斯外贸银行的债券以及政府债券。到1998年春天，我们并没有完全退出俄罗斯，但我们已经大幅减少了头寸。然后在7月，当收益率开始上升时，我们以为这是个大好时机。我们相信有可能会贬值，但是认为它会在我们的可控范围内。贬值10%～15%，还是可控的。

让我们始料不及的是，俄罗斯同时采取贬值和债务违约，这在经济上是讲不通的。第一次有国家贬值和债务违约同时进行，因此它造成了极大的恐慌。一个政府会那样做，这是史无前例的，因为通常你只会遇到其中一个。

从其自身发展的角度讲，这样做并不合适。实际上俄罗斯为自己的行为遭受了报应。最近，它们变得很幸运，那是因为油价暴涨，如果不是这样，俄罗斯应该还处在痛苦之中。它们本应该做一些亚洲国家在1997年所做的事，既贬值还违约。我最近听到一个很有信服力的关于为什么俄罗斯那样做的推断——叶利钦不具备统治一个大国所需的聪明的经济头脑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1998年秋天，你损失了过半的新兴国家基金投资，但你却没有像当时其他那几家基金关闭，为什么？

那是正确的选择。我的投资者中有人希望继续和我们留下，我感觉关闭基金对他们不公平，于是我们在几个月后又重新开放了。这是个艰难的选择，因为我们并不知道究竟有多少投资者和员工愿意和我坚持下去。许多投资者有信心和我们一起留下，还有几个投资者增加了他们的投资，这实在是棒极了。

你是否把恐慌当作机遇，在1999年重新回到俄罗斯？

我们开立了几个头寸，虽然并不大，但结果显示那些是非常棒的交易。

我们尽可能不情绪化地看待事物。你必须忘记昨天、一个月前或一年前的事情，只要弄清楚现在是可行的。我们的部分工作是问自己，如果不考虑过去的话，在当前的价格水平下是应该，还是不应该做这个投资呢？如果答案是肯定的，那么即使我们在过去投资亏损过，现在也应该投资它。

你心中有年度收益率的目标吗？或许它是取决于市场形势吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们观察单个头寸的年度收益率，而不是投资组合的整体目标。我们建立那些我们了解的头寸，回报率虽低，但成功率很高。然后我们会寻找一些更具进攻性的头寸，相应地扩大规模，而且接受它们会有更大波动的事实。

同时，我们的投资时限也不同。对一些短期交易，我们会寻找催化剂或者事件，我们期待事情在预定的时间框架内发生。对其他的更长期限的头寸，我们知道基本面更重要。有些头寸，我们已经持有了3～4年。

你能给我们举一个你现在持有的更具进攻性头寸的例子吗？

我们相信新兴市场的股票非常诱人。这是我们投资的核心主题。

先到国家层次，然后是产业层次，我们喜欢巴西股票，尤其是巴西银行的股票。巴西很吸引人，因为它们可能已经接近完成加息，而这对银行来说是有益的。而且，很可能有一家全球跨国性银行会收购一家巴西银行。

你是怎样管理高风险头寸的？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚开始时我们会从头寸可能会损失多少开始，然后调整规模直到令我们对风险水平满意为止。做完前面这件事，我们会为头寸做对冲——直接通过期权，或间地通过一些我们认为与其相关的东西。

在巴西银行股票或巴西其他的股票的例子中，我们认为巴西债券市场相对于股票市场来说存在定价错误。巴西债券相对于股票定价过高，因此基金卖空了一些巴西的固定收益作为对股票风险的对冲。从宏观策略角度讲，如果巴西被继续看好，债券会继续紧缩，我们认为，在这种情况下股票表现会更好。在巴西出现抛售的情况下，债券空头可以作为股票交易的一个很好的对冲工具。

似乎你更看好某些新兴市场债券而不是股票？紫杉在构建投资组合时，是否把利用相关的债券工具来对冲股票风险作为一种投资策略？

我们会寻找各种类型的投资机会。在一些情况下，债券就成了达到投资级别的好的投资工具（如那个国家发生了意想不到的糟糕事情），而不仅仅是一种对冲工具。

你使用止损措施吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

止损措施在连续市场中有用，所以我们就在连续市场中使用。但是，当你在市场并不连续的情况下，做濒临破产的债券或价值策略交易时，止损措施并不起作用，而且可能产生危险。我们的止损点是内部的。你给交易对手方设置的止损位，总是会被击破。如果内部止损点被击穿，我们会进入1个月的冷却期，在这期间基金不会进行交易。

自从你创立紫杉以来，你最喜欢的交易是什么？

在1995年年初购买布雷迪债券是十分吸引人的交易，龙舌兰酒效应（tequila effect）[1]的蔓延给我们创造了绝妙机会。

1994年，许多资金流入墨西哥，因为墨西哥实行盯住美元的汇率制度，因此投资者认为投资十分安全。稳定的汇率吸引了很多资金流向由墨西哥政府发行的以美元标价，收益率比美国国库券更高的固定收益证券Tesbonos。如果两国汇率盯住不变，那么两国利差将提供非常可观的套利空间。

当墨西哥在1994年年底宣布货币贬值时，这完全出乎市场意料。许多投资者举债买入墨西哥和其他拉美国家债券，因此货币贬值给他们带来了进一步贬值的恐慌预期，被称为龙舌兰酒效应。委内瑞拉、阿根廷、巴西出现了严重的抛售债券现象，但这些国家的经济状况却差异很大。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们认为布雷迪债券交易价格相当低，而且低得有些荒谬。其本金用美国国库券偿还，因此当你购买这种债券时，实际上得到了两种证券。本金是美国国库券的零息票债券，很容易定价；而利息则反映为墨西哥的国家主权风险。

当其他的拉美国家的布雷迪债券受墨西哥拖累出现市场抛售时，一旦你把本金那部分的零息债剥离，剩下所承受的风险只是当地主权风险。由于这些息票中隐含的收益是如此之高，以至于我们觉得这是一个极佳的风险/收益投资机会，值得一试。结果，这种1997对国库券的主权风险价差，最终从1995年早期的1900个基点下降到了1997年的400个基点左右（见图14-1）。

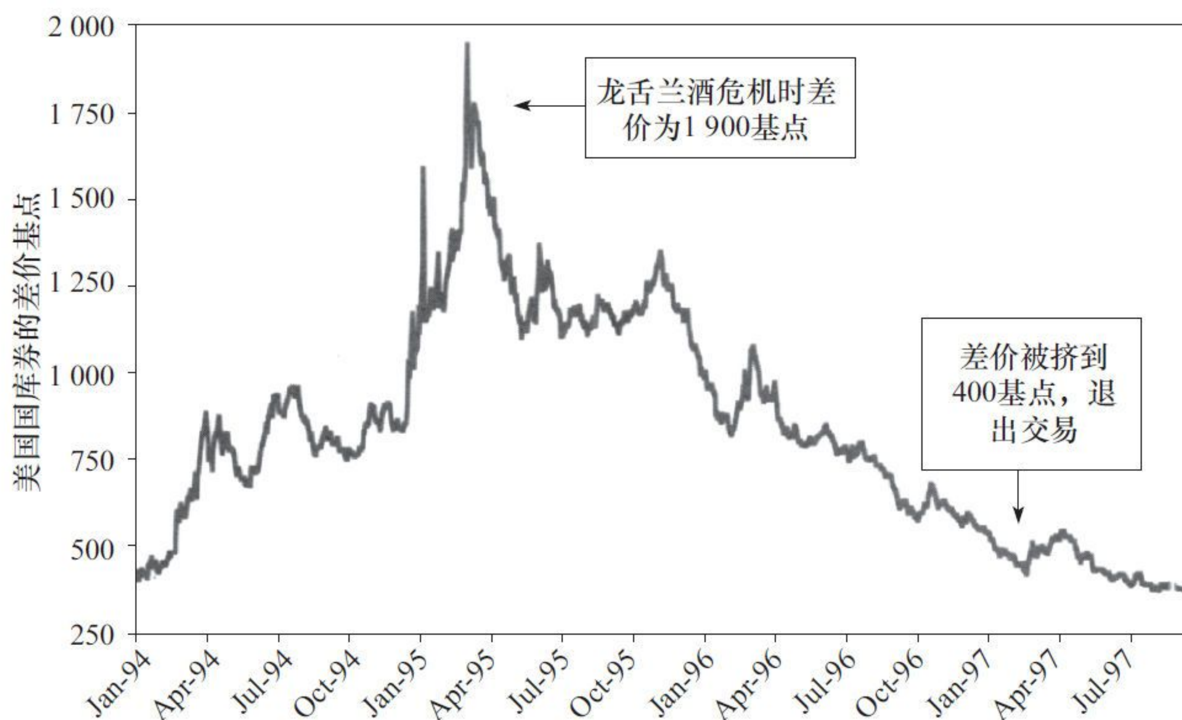


图14-1　摩根所有的白兰地指数（EMBI差价）（1994～1997年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料来源：JP Morgan.

此外，就这种方向性交易的交易规模大小而言，我认为你可以投入数百亿美元，从而大赚一笔。

新兴市场最好的投资机会，总是发生在恐慌或自然灾害之后吗？

毫无疑问，确实如此，当然，我们不希望任何人遭受灾难。

事实上，我们在没有危机的时候也赚了很多钱。有时，正是那些漫长的沉寂，才会产生发展动力。正是当投资者把价格从低位弄到合理水平而最终又能弄到过高水平时，你才能获得可观的收益。

也就是说，我们喜欢逆向投资。不管是自然灾害还是人类行为造成的市场抛售，我们总是会加以研究，决定是否购买。比如，美国因“9·11”事件而发动阿富汗战争之后，我们感觉巴基斯坦将成为美国及国际援助的受益方。我们观察它们的市场，感觉它们的货币与股票都很便宜，因此我们大量持有该国的头寸，而且自那之后我们业绩非常好。有三四种巴基斯坦股票的交易量相当大，我们用当地货币购买和持有它们（见图14-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

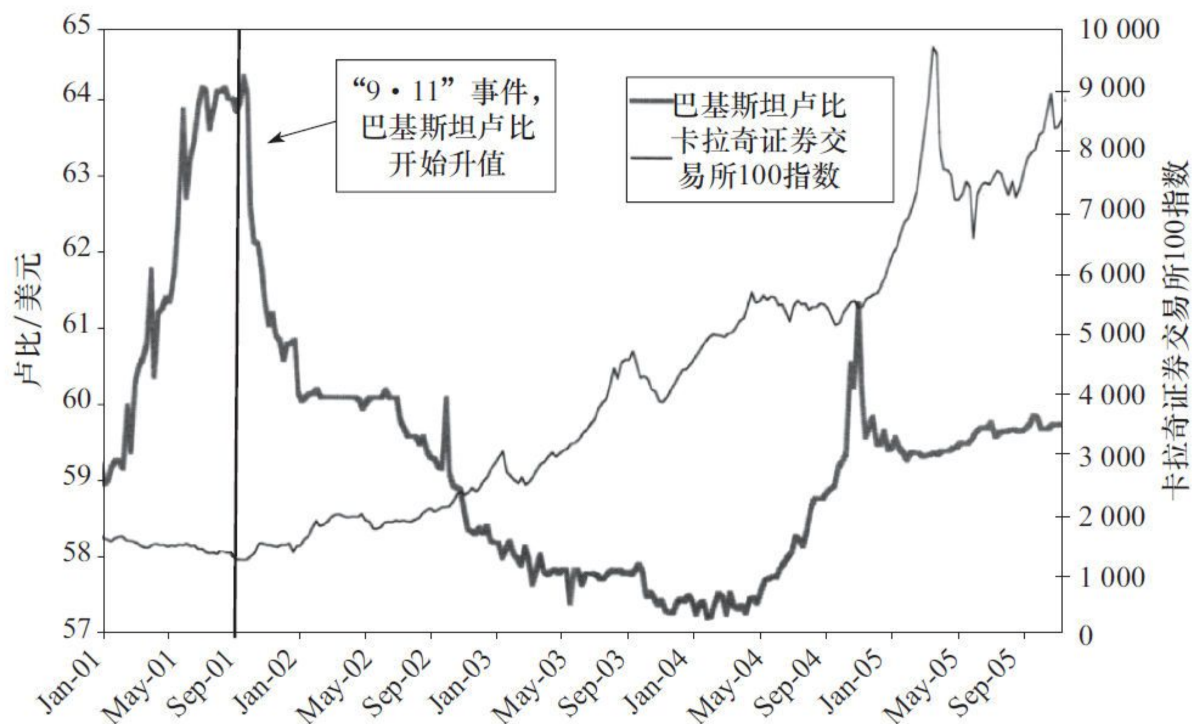


图14-2　卡拉奇证券交易所100指数（KSE100）和巴基斯坦卢比（2001～2005年）

资料来源：Bloomberg.

是不是因为新兴市场的投资者现在信息更灵通，从而与20世纪90年代相比风险已经降低了？

许多新兴市场已经变得更深和更具流动性，这归因于在这些市场中进行投资的人数的快速增加。好多新兴市场上发生的一个最重要的变化，就是当地人参与本国市场投资的人数。全球市场的参与者，尤其是新兴市场的参与者更多，他们在不断创造财富，他们的储蓄率更

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高，从而开始在资本市场进行投资。他们的第一笔投资往往投资于自己的国家，这就是“母国偏好”这个词的由来。这有助于降低市场之间的相关性或蔓延效应。

母国偏好

母国偏好（home country bias）是一个已被实证证明的行为学现象，也就是投资者往往会把他们自己绝大部分的资产，投资于母国。这种权重过高有悖于多样化投资的概念，暗示着投资者相信外国市场的风险比本国市场高好几倍。这种行为往往会造成国家间资产和交易工具相对定价的低效和紊乱。

六七年前，一些大基金和银行自营部门还是新兴市场最大的玩家。现在，市场因拥有更多的参与者而变得更深，不再是以前那个只有伦敦或纽约少数人驱动的新兴市场了。

看一下最近发生的新兴市场的危机——阿根廷货币贬值和债务违约。阿根廷是新兴市场国家中借债最多的国家，数百亿美元债务被延期偿还。按照过去的经历，你会认为阿根廷违约对其他新兴市场造成的冲击将和俄罗斯违约一样大或更大。然而，事实并不是这样。投资者从1998年的教训中吸取了经验，那时许多关联市场都出现了想当然的恐慌抛售，其实本不该如此。而且，这些新兴市场现在内部驱动力更强，这也是一个关键的事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当中欧的本地投资者看到阿根廷违约时，他们知道这对他们没有影响。他们的国家与阿根廷没有太多贸易往来，他们的银行没有与阿根廷相关的敞口头寸，而且他们的公司与阿根廷没有任何业务关系。因此，他们的市场不应该受阿根廷影响（见图14-3）。



图14-3　阿根廷比索和MSCI东欧新兴市场（本国货币）指数（2001～2002年）

资料来源：Bloomberg.

不幸的是，在阿根廷，我们没有进行货币或债券的卖空交易，因为价格非常昂贵。而且对于时机选择，我们也无法预知未来，因此也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就无法预知危机的爆发了。同时，我们在俄罗斯的遭遇也阻止我们在利率上升时做多利率，因为很明显这难以持续。

你还吸取过其他交易的经验教训吗？

当然有。比如估值，不管你认为有多便宜，总还能变得更便宜。反过来也一样，不管你认为某物估值有多高，它总能更高。

而且你还必须格外小心那些建立在历史数据基础上的策略。当人们说“这个交易价格从未超过X”“这以前从未发生过”或“波动从来不可能超过3个标准差”这样的话时，可能一语成谶。

存在某些标志着好的新兴市场交易的变量吗？

不存在固定模型和固定套路。情况每次都不相同。

你现在主要投资新兴市场的股票，你把它概括为“新兴市场有限公司”，这很有趣。其中一个论据，就是共同基金[2]在新兴市场的股票市场的投资过少，为什么你指向共同基金上而不是对冲基金呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

直到现在，新兴市场上的对冲基金绝大部分只涉及债券市场，这样就可以利用杠杆。参与新兴市场股票市场的对冲基金，事实上谈不上是好事，但也说不上是坏事。如果世界上只做长期交易、传统型的投资者（养老金、捐助基金、共同基金以及其他长期投资者），把他们的部分投资组合转换为新兴市场的股票投资，那么这种交易将会更有效果。

如果本地资金转为投资他们的股票市场，也会同样有帮助。例如在韩国这样的地方，绝大部分本国人民把自己的储蓄都投资在他们的债券市场上。

人口特征对新兴市场有多大重要性？

非常重要，但那是缓慢的推动力。如果考察3～5年期的交易，会发现受人口特征的影响并不大。但如果你说得是更长的时段，比如养老金基金，人口特征就会极其重要。绝大多数发达国家都存在人口问题，然而新兴市场在其消费阶段的初期却受惠于不断增加的人口，使其得到劳动力源源不断的补充。

你提到的新兴市场的股票很吸引人的论点中，有一个是结构改革，你怎样看待新兴市场的结构性改革？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你只需看一看他们以前的状态，现在是怎样以及将来会怎样。我们已经目睹了，许多新兴市场在让投资者更便利地购买和控制资产方面取得了较大进展。新兴市场正在引进并购法律。许多地方正在施行降低税率的改革，甚至已经改革到这样的程度——新兴市场国家比发达国家（包括美国）还要好。这些都是我们寻求的趋势。

考虑技术进步的步伐，你认为发展中国家在某些方面比发达国家更有优势吗？

哦，毫无疑问。看到发展中国家在超越是件好事。在电信业，发展中国家跳过有线电话阶段而直接进入移动电话阶段。对于基础设施，它们需要较少的投资而发展却更快。因此你会看到整个国家的人民拥有手机，而这将加速经济的发展。人们不必再等上几星期把他们的邻居、街道以及他们的住宅联结起来。

互联网也是个例子。贫困国家的人民可以接触到网吧，突然之间，他们几乎不花成本就可以与全世界的人联系。发展中国家的公司拥有网站，这样它们可以以非常低的成本在全世界范围内销售商品，因为其他地方的人现在可以知道它们的存在。毫无疑问，发展中国家拥有一些后发优势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过去几年，美元的下滑趋势在多大程度上有助于持有新兴市场股票多头？

依情况而定。我们总是独立地看待货币，如果紫杉对它持消极观点，我们会进行风险对冲。在许多情况下，现在新兴市场的股票之所以吸引人的原因，在于它们的货币也估值过低。现在，我们绝大部分股票组合都没有进行货币风险对冲，因此从这点来说美元的下滑趋势是有益的。

然而，弱势美元并不是我的投资主题的一个必需条件。在一定程度上它或许有助于使一些商品更强劲，因为美元的弱势而一些新兴国家是商品出口国。如果现在美元稳定，它未必会使我们的投资无效，因为鉴于商品供给约束，即使美元强势一些，商品价格也会保持强劲。

你认为世界正在远离美元体系吗？

欧元正在成为美元的替代物，从这点来讲，事实是如此。问题在于，这在多大程度上是因为欧元在过去3年升值30%造成的无奈结果？如果欧元贬值，人们还会那么渴望美元的替代物吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果出现大量抛售美国国库券，新兴市场还会有如此表现吗？

这也依情况而定。如果通货膨胀得到控制，那么国库券抛售是因为经济增长，新兴市场的神话将会继续上演。因为增长环境下的股票和直接投资是固定收益投资的不错选择。

这也取决于美国国库券抛售对美国股票市场造成的影响。如果美国的股票和债券也出现抛售，考虑它们在世界投资组合中的巨大份额，那么新兴市场也可能下滑，虽然它们的下降幅度可能较小。总的来说，就绝对业绩而言，如果美国股票下跌20%，很难想象新兴市场会上涨。

假定中国是新兴市场中的一个大问号，你怎么看？

投资者正在过分简单地理解中国。关于中国究竟是软着陆还是硬着陆的争论，并不是问题的关键。中国像美国一样，拥有许多不同的地域和行业，每一个都有自己的动力和自己的故事。

以汽车业为例子。在中国有17家拥有一定生产能力的不同的汽车生产厂商，所有生产厂商都渴望占领市场份额，期望以后转变成利润，但却几乎没有一家实现盈利。因此我会说中国的汽车制造业即将进入硬着陆。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此同时，即使中国的经济明显放慢增长，休闲与旅游业也不会出现硬着陆。有如此多的人，已经进入了有足够多的可支配收入去度假旅游的阶段。存在如此多受到抑制的需求，以至于在很长一段时间内，你不可能会看见中国旅游业的减速。

类似地，每个人都在谈论上海的房地产泡沫，但是那不意味着整个中国都出现了房地产泡沫。这好比说，堪萨斯州存在房地产泡沫，只因为汉普顿或棕榈滩的房地产价格已经达到了顶峰。在中国的某些地方事实上存在住宅短缺。在一些区域，住宅价格在过去7年上涨了40%，而同期收入上升了70%。因此在一些地方，购买力实际上升了而不是下降了。

我们在中国花了好多时间，因为它是一个非常大的国家，各地域和企业的情况非常不同。没有人敢笼统地说中国是一个地方。

关于中国的一个看法是，西方投资者投资中国会遭受失败，因为他们不了解中国。紫杉中国机会基金更多地投资于受惠于中国的其他国家，那是你作为西方人避免受损的做法吗？

我们认为，许多受中国事件影响导致的赢者和输者，都在中国之外。只有20%左右的资金被投资于中国，而其他更多资金是投资于中国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

境外。

我们寻找那些向中国出口的公司，或者为降低制造成本而在中国设厂的公司。与中国本地的公司相比，通常更容易找到那些受惠于中国经济的公司，或者说更容易看到它们怎样从中国正在发生的事情中受益。因此，直接对中国进行投资并不是一件容易的事，这就是我们为什么只把大约1/4或者更少的资金投向中国的原因。

你能给我们举一些紫杉在中国进行直接投资的例子吗？以及你怎样解决某些方面缺乏透明度的难题？

紫杉投资了上海振华，那是一家集装箱起重机生产厂商。考虑世界船运业的扩张，港口码头也正在扩充容量，因此船运业将会需要更多的起重机。这家中国公司在该领域处于世界领先地位。

紫杉已经投资了A股、B股和H股。因此，我们非常熟悉这个市场。我们有4个员工会说普通话，其中一个是来自上海的中国人，因此我们认识那里的很多人和公司。

你的中国基金中，有受益于中国的美国公司吗？

Yum Brands就是一家受益于中国的美国公司。Yum Brands是肯德基和必胜客的母公司，其收益增长的很大一部分来自中国。寻找受惠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于中国的公司的一个难题是，你必须找到那些在他们业绩的增长中，中国因素占到足够大份额的公司。如果一家公司的中国业务发展良好，但是它在公司收入中的份额只从0.5%上升到1%，那么投资于该公司的理由就不充分。

从中国市场获得强劲收入增长的一个部门，是欧洲的奢侈品公司。我们期待在可预见的未来，他们超过一半的收益增长来源于在中国的销售和对中国游客的销售。投资于那些公司，是表达我们看好中国人的可支配收入和旅游业的一种方式。

你认为新兴市场中股票投资的主要风险是什么？

恐怖主义是一个明显的短期因素，因为它对经济增长有破坏性效应，但我不认为它能摧毁经济神话。

你认为市场低估了尾部灾变风险吗？

对，我已经不时地看到所有人都认为不可能的事情也发生了。1987年的股市风暴、1994年的墨西哥货币贬值、1997年的亚洲货币贬值以及“9·11”事件，都是难以想象的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你是否会预见到有一天“新兴市场”这个术语将消失？换句话说，所有新兴市场都发展为第一世界或发达国家？

这是非常有意思的问题。我们已经在欧洲见证过这种情况的出现，像葡萄牙和希腊这样的国家已经实现了，而且你很可能看到3个中欧国家不久后会发展成为发达国家。韩国与中国台湾是亚洲已经现出的两大经济体。

许多国家将要进入发达国家和地区的行列，我们也会见到许多其他国家开放并取代它们的位置。还存在许多小国家，就资本市场而言，它们几乎一无所有。但是即使这样，在将来某个时候，整个世界都将得到发展。只是现在，我们离那还很遥远。

你怎样看待土耳其？

我们喜欢土耳其，紫杉投资了一些土耳其股票。土耳其已经受惠于它们的货币比欧元更便宜的事实，而这给该国从欧洲带来了许多以投资和旅游形式出现的资金。土耳其银行的股票对我们特别有吸引力。在新兴市场的国家里，你会不时地看到：当利率下降时，受到抑制的消费信贷需求会爆发。那将对银行有利，因为人们会开始利用贷款或按揭购买住宅，而不是用现金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紫杉现在进行的一些更加独特的新兴市场投资是什么？

塞浦路斯、蒙古以及乌拉圭是紫杉最近投资的更小一些的市场。

你从哪里获取发现这些机会的信息？

旅行、和当地人交谈、阅读当地的报纸，旅行是获取那些不能通过阅读所能得到的信息的重要方式，而且可以在全然无意中有新奇的发现。在城市里，你可以观察建筑的水准，观察人们在店铺里买什么，和旅店里的人交谈，感知所遇到的人的类型，他们来自哪里。当地人对他们自己的市场是看涨还是看跌？他们的感觉随着时间流逝发生了怎样的变化？

我们观察价格水平，做一些购买力研究。这些不会有立竿见影的效果。我们也未必会从这些观察中赚钱，但是它通常会给我们很好刺激，尤其是当你一次又一次回到某个地方观察事情发生了怎样的变化时。

在过去20年里，我一直去东欧和拉丁美洲考察。我和一起工作的人在过去15年里，频繁地去亚洲旅行或者在那里居住一段时间。我和我的合伙人、同事去旅游，然后回来相互交流我们所见到的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当你旅行时你也会和政府官员会面吗？

没有。我们发现那样做的价值相当有限。例如，我几年以前和雨果·查韦斯（Hugo Chavez）见过面，我原以为他会给委内瑞拉带来福音。一段时间以后，真的是事实胜于雄辩。

紫杉在纽约和伦敦没有办事处，只在迈阿密、日内瓦和百慕大有办事处。这是不是因为远离主要的金融中心有助让你与众不同，从而故意那样去设计的？

我不知道那样做是否是优势，但是紫杉自从创立以来就这样经营，并没有对我们造成伤害。两年以前我们在新加坡开了一家办事处，作为亚洲代表处。从更长远来看，我们会看到一个中国和美国相互竞争的两极世界，因此我们有必要在中国设立办事处。

当紫杉为新办事处雇人时，你会寻求哪种在新兴市场能成功的标志性技能？

事实上，这种技能是各种不同元素的组合。我们喜欢那些拥有新兴市场交易经验，以及有好奇心和探究精神的人。通常他们不需要具备我们这些人已有的背景，也就是不需要能够观察债券市场、股票市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场以及货币市场。他们通常来自那些技能领域的其中一个就可以了，因为紫杉会培训他们。我们只是希望他们有足够的好奇心和聪明才智，以至于能够观察各种资产类别。那是应对新兴市场最好的方式。

对那些有志于有朝一日能管理数十亿美元新兴市场基金的人，你有什么建议？

你必须热爱投资，每天都要观察新事物。尤其是在新兴市场中，你会遇到如此多瞬息万变、不可预测的事情，因此你必须适应它。要充满好奇心，去那些你感兴趣的地方实地观察，尽力独立思考事情将会如何发展，经受什么困难考验以及怎样从中赚钱。

是什么促使你在投资活动中保持精力充沛？

是乐趣。就像拼字游戏，每一天都不同，而你必须尽力把它们拼凑在一起。每年你都在被人评价着拼凑板块的能力，与此同时你确实很难找出像投资一样有如此多乐趣和挑战的事情。

如果我以前从没有做我现在正为紫杉所做的事，我肯定会用自己的资金做同样的事。我就是那样起家的。当我创立基金时，我不知道是否能找到投资者，我只准备用自己的钱做交易。也许我那时太自以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为是，我认为每年能获得15%的复利，就能活得很好。幸运的是，我们已经做到了。

似乎目前有太多的对冲基金策略了。全球宏观对冲基金交易尤其是新兴市场交易令人兴奋且充满乐趣，因为运动场是如此之大，而愿意从事这份工作并且真正愿意掏出资金来玩这个游戏的人相对太少。我们相信在未来的许多年里，对于我们的投资方法和我们的投资者，这是个好兆头。

[1]指1994年墨西哥经济危机。——译者注

[2]共同基金是美国对证券投资基金的叫法，本书中证券基金和共同基金，实际是指的同一种基金。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章　固定收益证券专家

大卫·戈顿，罗布·斯坦丁（分散化基金管理公司，伦敦）

伦敦分散化基金管理公司的大卫·戈顿和罗布·斯坦丁的投资风格，代表了对冲基金界的另一种演变趋势——将固定收益的相对价值与传统的全球宏观策略进行有效结合。当其他的基金经理人只是简单地跟随主流投资风格的时候，这两位低调的英国人坚持自己的投资风格，不声不响地创造出了令人惊讶的业绩。他们管理的基金是1995年发行的，在其第一个10年中——收益波动5.5%的标准差范围内，他们获得了超过15%的年均回报率；与此形成鲜明对照的是，这10年中美国国库券指数在6.6%标准差的波动范围内，其收益率才刚刚超过7%。换句话说，与一个被视为无风险的证券投资指数相比，戈顿和斯坦丁在承受更小风险的同时，却给投资者带来了两倍的回报。

这两个40岁左右的伙计通常不太在公众面前露面，所以并不是英国家喻户晓的人物，其他地方的人对他们更是知之甚少。事实上，即使在对冲基金里，他俩也鲜为人知，然而大多数人都知道他们的基金公司。他们工作在一个深奥而不为外界所知的领域，在那里，先进的数学、熟练的技巧和精当的分析是进行交易所必需的工具。戈顿和斯坦丁通过运行一些定量模型驱动工具，来捕捉相对价值的变化，利用全球债券市场的细微变化和低效率，来决定持有多头或空头仓位。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们的独特之处在于能将全球宏观策略和相对价格交易相结合。这种组合在市场经历极端压力时期挽救了他们。1998年，突如其来的俄罗斯危机和随后爆发的长期资本管理公司的危机，让很多相对价值的套利基金都破产了。然而，伦敦分散化基金管理公司在这一年的收益率却达到10%。这种优异的表现，说明该基金在当时有有限的相对价值套利机会中获取了相当大的盈利；而此时大部分同类竞争者，要么正在舔着自己的伤口苦捱着，要么关门大吉。

我拜访了戈顿和斯坦丁，他们的办公室位于伦敦西区美福尔社区一栋不起眼小楼的第五层。在我与两位绅士的聊天中，给我留下深刻印象的是，这就像是举行了一天的会议，一切都以有序、高效和关注细节的方式进行。会谈中，他们很少开玩笑和逗趣，但却很有礼貌。他们看起来是以处理市场的方式来处理生活和工作，要求自己精准地应对市场，从而为客户创造堆积如山的金钱。这种工作及其操作手法，通常被他们描述为是竞争残酷的和神秘深奥的。

你们给自己定位，是相对价值基金，还是全球宏观对冲基金？

戈顿：应该说，我们是兼顾相对价值和全球宏观的基金。通常，我们将2/3的风险资金投入相对价值，1/3在宏观上。然而，如果某类资产的投资时机很好，我们也可以将100%的资金投入这两者之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20世纪90年代中期，当我们第一次发起相对价值与宏观基金时，在推向市场的过程中投资者并不买账，因为它不符合以往的模式。我们花了很大力气，向投资者解释纯粹的相对价值投资策略是非常危险的，在长期资本管理公司出事以后，人们才觉醒并意识到纯粹的相对价值是多么危险。在长期资本管理公司休整复苏期间，完全从相对价值交易中解套几乎是不可能的，这时最好的对冲策略就是经典的宏观交易，比如说欧洲美元和价外期权交易。

你们怎么定义全球宏观？

戈顿：全球宏观试图找到几类主要资产之间的不平衡，考察的资产包括股票、商品、固定收益和货币。宏观策略意味着站在山顶往下看，努力去发现应该如何挪动这四大类“棋子”。

一个纯粹的全球宏观基金与我们的区别在于，我们希望在全球经济的缓慢变化中，能够关注其中的细节并努力从中获取利润。我们的分析师和博士们花费了大量的时间，用各种各样的模型来分析市场变化的每个细节。然而，我们不会像纯粹的全球宏观基金那样，在大规模的宏观交易中采用财务杠杆。应该说，我们在经济周期中市场变化较慢的阶段做得更好，而且一般来说，我们确实做得更好。

斯坦丁：同样，我们的全球宏观视角对于我们所有的相对价值和宏观策略交易，也是一个重要的决策参考依据。如果宏观视角出现较

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大偏差，那么其他许多战略也将失效。不管是相对价值模型，还是其他宏观定量模型，所有的投资策略中必然都包含宏观要素。甚至在计算利率、波幅和收益曲线形状的相位价值模型时，也都参与了重要的全球宏观要素。

全球宏观的优点在于很容易将大规模的资金分配到不同交易中去，因为它的流动性约束较少。全球宏观市场具有良好的市场广度与深度，以至于你可以把所有资金都投入你确定的那个市场领域。

你们怎样定义相对价值？

戈顿：相对价值是一个很难被定义的概念。一些基金在考量相对价值交易时采用了非常严格的参数，而我们的定义较宽泛。

对我们来说，它是一种挖掘市场无效性的交易，具体来说，就是努力发现资产价格相对于收益率曲线的背离，以及资产价格的无效波动。这种挖掘无效性的交易并不是简单套利，而是需要你用一个宏观的或结构性的理由做出解释。一旦你知道了出现市场无效的原因，就可以决定是否要进行一些简单的交易，抓住这个市场变化所带来的投资机会，例如做空英镑或卖出美国国库券。

现在还有纯粹意义上的无风险套利吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戈顿：我们也非常希望能找到它们，并且我们每天都在寻找这样的机会。

利用相对价值盈利的空间是否正变得越来越小？

戈顿：你永远不会知道这个游戏是越来越难了，抑或只是在不断变化而已。

几年前，你可以在欧洲银行间拆借利率的基础上再加上100个基点来买入意大利债券，这非常容易做到。可后来，没有多少人拥有这样的知识、风险管理能力或经验来持有当初那种规模的头寸。随着投资者知识的累积与增加，市场开始变得越来越有效率。

当我刚开始从事交易的时候，我确实不知道怎么做利率套利。那是“拓荒”年代，跟现在完全不一样。金融交易就像丛林探险，第一个人花了相当长的时间开辟出一条路，但是一旦他完成了，其他人就很容易跟进。显然，市场中并没有那么多的“傻瓜型”套利交易，但我们偶尔还是能找到一些。而且，这些交易会从初始发现时的相当好，慢慢变成非常好，给我们带来巨大的收益。这时的关键在于，你要根据你的仓位现状来确定建仓规模。

与此同时，央行对市场的管理变得越来越熟练老到。美国核心的消费品价格指数（CPI），在过去8年内只在1%～2%变动，这是一个相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当稳定的波动范围。仅仅有一年由1.3上升到1.6时，我们的盈利出现了4.5%的增长，这也意味着我们的市场机会比过去少了许多。

市场资金不断地流向相对价值基金或对冲基金，这改变了你们的投资空间吗？

斯坦丁：从全球宏观的视角来看，我认为这个资金数目还不足以引起关注。以美国固定收益证券市场为例，美联储资产的增长远远高于对冲基金资产的增长，所以作为市场组成部分的对冲基金，其占比其实是在萎缩，而不是在扩大。此外，目前一些宏观失衡非常严重，有可能不久后对汇率和利率产生影响。

如果从某种狭隘的数量视角来看，对冲基金的规模可能到了一个新的高度——相对于市场可承受的风险来说，流入对冲基金的资金有些过剩了。但一般说来，金融市场的增长与对冲基金的增长一样迅速。所以，对冲基金的增长是否会导致套利机会的消失呢？可能吧，但是至少现在，市场还没有达到那种地步。

戈顿：我们也注意到了，相对于从前，市场上现在有了更多交易参与者，比如宏观基金经理，现在能够更好地理解相对价值，所以他们也会在收益率曲线上的合适部分开展交易，这样会使市场的异常变动大大减少。总的来说，市场中的投资者也越来越关注细节。参加基

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金经理的圆桌会议时，大家对经济细节的深入探讨也越来越多了。我想，我们中的每一个人都在被竞争的加剧而推着向前走。

现在大家经常说非系统性的偶发投资机会在减少，你们认为原因何在？是因为央行的管理水平提高了，还是市场中的投资者越来越专业化了，或是由于对冲基金资产的增长？

戈顿：可以说是这三者共同的作用吧，但其中作用最小的是对冲基金资产规模的增长。

斯坦丁：我认为金融市场上波动性的降低以及投资机会的减小，部分是因为风险资产从银行部门向资产管理业的转移。

银行过去总是承担着较多的市场风险，因为它们要保证存户的钱原封不动地归还，所以他们无法承受市场冲击。但现在，对冲基金和资产管理公司承担了现实世界的很大一部分风险，因为它们并不需要向投资者保证他们的钱将如数归还，所以在处理风险时操作空间更大。也许，这就是为什么现在的金融系统能够更有效地吸引市场冲击的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个关于风险转移的最好例子是信贷市场。相对于其资本，银行在资产负债平衡表上承受的信贷风险大大减轻了，这使得金融体系能够比过去更好地规避外部冲击。信贷衍生产品以及各种各样的对冲工具使得这一切成为可能，这种状况近乎完美，因为喜好风险的参与者可以在风险中追逐收益，而那些厌恶风险套期保值者也可以尽可能地规避风险。

你们是怎样进行风险管理的？

斯坦丁：我们有两种不同风格的基金组合，一类是伦敦分散化投资基金，由定义可以看出，它是以多元化投资为主题的；另一类则是伦敦精选基金（London Select Fund），为取得更高收益，它的投资范围更加集中并承担了更多的风险。投资者可以根据需要，选择想要的组合。我们的合伙人大多将其自有资金投入更高比例的伦敦精选基金，但是我们在两者都有投资。

对于分散化投资基金，我们总是以投资分散化为主题，同时持有大量不同币种的货币资产。我们不会将超过20%的资金投入任何一种单一交易，目的就是为了分散化。对于精选基金，则与此相反，它被定位为比分散化投资基金更为进取，从宏观看更具风险偏好性。精选基金中我们会选择较少的投资品种，如果我们看好某个投资对象，我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投入大量资金，使其占到总风险的一半。依据过去的经验，精选基金比分散化投资基金带来的收益更高，但它收益波动性也更大。

将不超过20%的资金分配到某种单一交易，你们是怎么定义这个策略的？

斯坦丁：策略的选择，可以是基于相对价值的微观结构，也可以是基于一个宏观主题。如果两个交易策略机会同时出现在一个市场上，比如说在美国收益率曲线的不同部分，但是它们之间并不相关，我们也会非常乐意给这两个交易额各自分配最大的风险资金。

戈顿：作为相对价值型宏观基金，局限是很低的风险容忍度。我们告诉投资者，我们的亏损绝不会超过5%。幸运的是，到目前为止，我们的投资亏损从没有超过3.5%。这意味着即使我们发现了看起来非常好的投资机会，我们也不能集中所有资金去做这笔单一的交易，因为不能出一点差错。相对价值和宏观策略的组合投资策略非常有效，但是它也可能有一些负面的影响。事实上，从1995年我们发行基金开始，年均回报率一直都在15%以上，然而，如果说我们能将资金更加集中于一些较大的交易，那么我们的回报率可能就会超过25%。

你过谦了，我认为在最差亏损3.5%的情况下实现15%的年收益率（税费后），已经是相当的出色了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戈顿：不算坏。我们最初的投资者仅用了10年就获得了原始投资4倍的回报。所以我们会询问他们是否愿意将这些收益中的一部分转移到精选基金上，以此来提高他们的平均收益水平。对于精选基金，我们已经准备好了工具，正在等待大宗交易和可能套利机会的出现。

作为相对价值和宏观对冲基金，你们的投资组合倾向于做空波动率吗？

戈顿：我们很少会打算完全做空波动率。我们一般会对我们的组合进行压力测试，来看看在金融市场发生变故时会出现什么后果，通常情况下，我们总是能赚钱。

斯坦丁：概念上，很多的相对价值交易内在具有做空波幅的特性。如果我们很多相对价值构造组合导致净做空波幅的话，我们将非常警惕，并会寻找一些平衡的办法，就像大卫所说，对我们来说，做空波幅并不常见。

在投资分散化的基础上，我们觉得持有多头仓位会更踏实。我们习惯通过宏观策略和一些相对价值策略的组合（与做空波幅的相对价值策略不相关）来平衡波动性。

有没有从逆境中学习到一些关于风险管理的教训？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戈顿：我是第一个为化学银行一个月内亏损200万美元的交易员，当时恰好是在1987年9月。我当时持有大量的空头债券头寸，可随后一个月股市的暴跌带来了巨大灾难。那次我学到的教训是，当灾难发生的时候，赶紧逃离，要学会止损。相信你的直觉，并且认识到什么样的交易不适合再继续下去，这样你完全可以在它们消耗你太多的能量和金钱之前清仓止损。

如果你们现在重新发行基金，将怎样构建投资组合？

斯坦丁：在一些特定环境下，许多相对价值的交易策略都非常有效。这些相对价值的交易结构稳定且容易实施，所以我们将由此着手建仓。接下来，我们需要识别全球宏观市场的投资机会，形成我们自己的全球宏观观点。宏观主题可能是，美元是否被高估，油价是否上升或不变，美元利率将上升至哪个点，美元收益曲线将会更平坦还是更陡峭，欧洲中央银行将采取紧缩政策还是宽松政策。这些主题构成我们的宏观观点。

我们的宏观观点非常清晰的话，我们将寻找有效的交易战略。然后，我们开始在我们的宏观主题下为微观策略分配资金。这样，如果我们的宏观观点正确，将获得超额回报；但如果错误，我们的损失也会非常小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果我们的宏观观点不够清晰，换句话说，我们认为“这个可能发生或可能不发生”，那么我们就只能利用其他一些相对价值策略来寻找机会构造我们的组合。

你的投资灵感来自哪里？

戈顿：我在产生想法的时候，完全是没有套路的。至今为止，我从没有过原创想法。我的投资灵感，仅仅是来源于与别人的交谈——与商人、经济学家、其他交易员等。

如果一个银行的营销人员让你激发出一个好主意，你是立刻实施还是先看看再说？

戈顿：肯定会采取某些措施，但并不见得马上行动。如果我听到一些有意思的东西，我将会进一步思考以把它挖掘得更深。

一个我最近经历的典型交易就是这样的。一些人告诉我，所有加入欧盟的新兴市场货币都在升值，除了波兰。这激发了我的好奇心，于是我问过一些人，但没人能给出一个合理的解释。我开始咨询更多的人，包括和经济学家电话讨论、接触研究波兰和东欧的学者等。我发现由于一些财政问题使得波兰的基本面很不一样，波兰的货币在贬值的同时，其利率却略高于它的应有水平。从那时起，我开始思考怎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样利用这种状况进行交易。经过进一步的研究后，我发现投资波兰最好的方法是通过它的货币。外汇并不是我们的强项，但它明显是我们介入波兰市场的合适着手点。利用外汇市场，我们能够把我们对波兰收益曲线、波动性以及即期外汇交易的看法有机结合起来，以反映我们的宏观判断。

当你们发现了一个感兴趣的投资机会时，比如波兰，一般是用一种你们认为最好的工具来展开交易，还是用好几种工具？

戈顿：一般来说，我们会把2/3的风险分配给我们认为最好的那个交易，然后把剩下的1/3分给两个或多个交易。例如，在2004年的第4季度，我们发现了美国经济失衡在恶化——有加息和美元贬值的需求。我们观察到了这些宏观因素，并通过外汇和债券来建仓。外汇显然是最好的交易，但是，我们并不是完全的全球宏观基金，所以对我们来说很难将所有的赌注都押在外汇上。

在这个案例中，我们把2%的风险放在这个宏观投资的机会上，其中60个基点是卖空美元和买入欧元，各70个基点分配做多欧洲债券和做空美国债券。这个交易安排反映了欧洲缓慢上升的国内需求，以及美国短期利率的提高和美元的贬值。关于债券，很多情况下是通过期权交易的，因为欧洲利率的波动实在是太小了。同样的期权，我们买

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

入欧元的期权几乎是卖出美元的两倍，所以当市场状况符合我们的预期时，事实上我们也会采用财务杠杆。

我们喜欢在必赢的交易中采用杠杆。当面临一个好的交易机会时，很多人都能赚些钱，但却因为没有采取更细致的操作步骤而无法大赚，这就是受到交易思维的限制。当你在一个好的交易中能赚1%时，你一定要想办法进一步去挖掘这个交易以赚得更多。

你们的平均持仓时间有多久？

斯坦丁：一般说来是两三个月，当然也有一些持有了好几年，而有的只有3分钟。

戈顿：真正好的交易，我们会持有很长时间。有时你想速战速决，有时你又不愿意这样。如果通胀保值国债TIPS总有4.25%收益的话，我会很高兴长期持有这样的债券。

TIPS是你们职业生涯最成功的交易吗？

戈顿：我经历过四五个很棒的交易。

那次收益率为3.25%的TIPS交易，便是其中一例。那是1998年，TIPS的收益率超过了3%，明显是反常的。令人不解的是，你可以在不承受任何风险的情况下，获得在通货膨胀保值的基础上的超额收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们算出根据当时的生产率增长状况，该债券的收益率应该在1.5%左右。

我们在收益率为3.4%的时候开始买进TIPS，随后TIPS的收益率一直上升到4.25%，事情变得有点棘手，这已经接近我们的止损点。我们当时有能力继续持有该债券，多年来我们把大部分资金都投资在TIPS上。通过研究它们与市场之间的相关性，在任意给定利率水平下可能的市场反应，以及它们对波动性的反应等，我们学会了用各种方法在不同时段对冲该交易的投资风险。我们刚买进TIPS时，我们只知道它绝对是被错误定价了。后来，市场意识到了这点并开始调整。我们最终在2003年6月TIPS达到了我们预期的TIPS收益率的1.5%时全部清仓了（见图15-1）。

我们另一个成功交易是1998年一个价差高达225个基点的15年期英镑对欧元的远期交易。我们那时清楚地知道，那个远期交易是被错误定价了，并且我们强烈感觉到，只有持有一段时间，价差才会出现。我们用分散化基金进行这个交易并持有了6年，如果当时我们能持有更高的仓位就更好了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

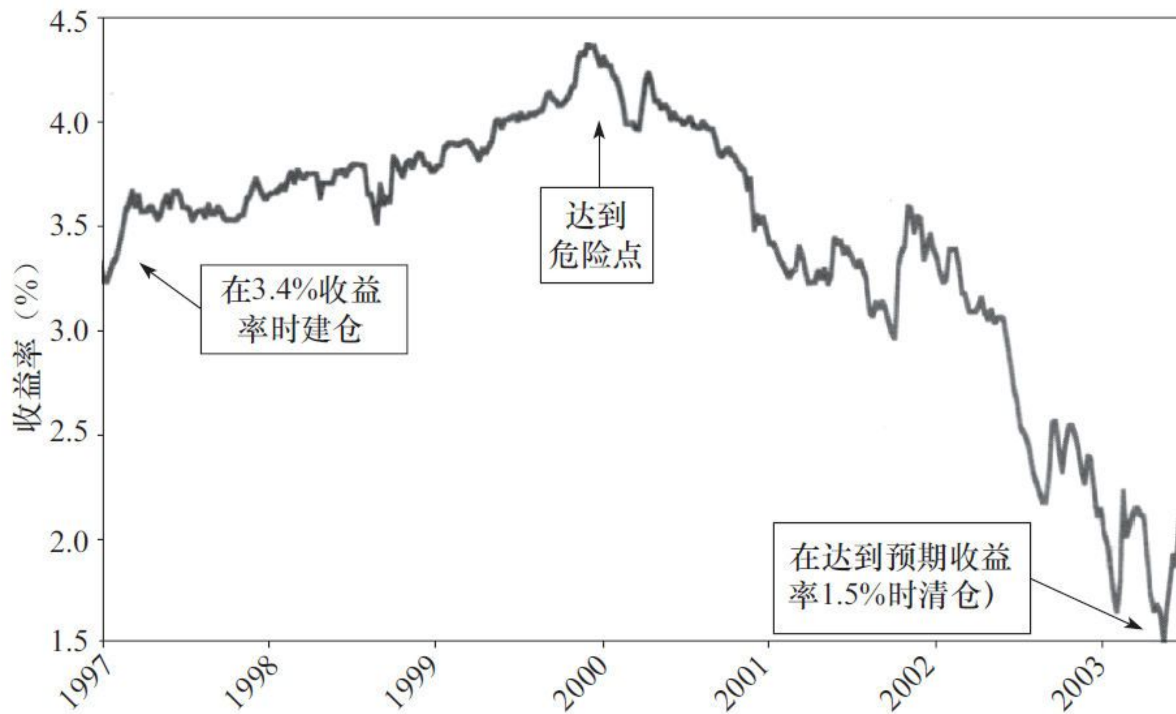


图15-1　10年期通胀保值国库券（TIPS）收益率（1997～2003年）

资料来源：Bloomberg.

还有一个例子是日元的收益曲线，这也是我们在1999～2000年开始做的交易。当时你可以选择作5年的远期或10年、20年这样更久的远期。就像TIPS的交易一样，一开始是完全错误的，我们连续9个月的每个工作日都在赔钱。这真是一场灾难，我们不得不为继续持有而斗争——难以置信的痛苦。所有的宏观指标都显示，日本银行的货币政策将采取宽松而不是紧缩措施。挨过了最初的9个月后，我们后来在连续两年的每个工作日内都赚钱，这真是一个让人难忘的出色交易。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正是广泛分散化的投资组合，所以你们才有可能一直坚持持有日元吗？

戈顿：正如你所言。我们那时还有做得不错的其他交易。我们一直不放弃这个日元交易是因为它确实太棒了，我有信心它终会带来超额回报，在那个时候，我从来没有见过像日元这样被错误定价得如此离谱的资产价格曲线。

那几年另一个成功的交易是在2001年美元收益曲线的交易，那时没有多少人能发现它们。现在大家都弄懂了，所以也就无法从中获取更多的收益了。

这个交易是你买进一个关于1年期美元利率的利率掉期期权或者认购权，同时卖出同样规模大小10年期的远期利率。这是一个纯粹基于美元收益曲线的交易，存在微小的宏观偏差，所以在这个交易中我们考虑更多的是宏观因素，而不是相对价值因素。

我们为整个收益曲线构建了为期30年的模型，来观察在任何一个给定的利率下，曲线形状是怎样的，曲线的凸度会怎样变化，为什么会是这个凸度等。我们确信市场对这些利率产品交易的定价是错误的、有偏差的。10年期波幅的价格已经被抬得太高了，这是因为房利美和房地产这类机构要保护其投资组合的凸性进行了对冲而导致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯坦丁：在“9·11”之后，美联储降息导致了收益率曲线变得非常陡峭。市场上大多数人都认为长期利率也将会下降，所以在短期来看10年期的隐含波动率非常高。我们当时对宏观形势的判断是，格林斯潘将会继续降息直到有迹象表明市场状况正在好转。

有很多东西都可把相对价值推到非常有趣的另一个层面上去，例如收益率曲线的形状——这是我们最喜欢的东西，一些套期保值的按揭者所做的长期对冲提高了波动性。这是为数不多的偶然事件中的一个，几乎所有变量都完美地同时出现了，这给我们提供了足够的信心来大规模建仓。当然我们也使用了期权来平衡风险，这样如果我们判断错误的话，也不会损失太多，这也是个非常出色的交易。

戈顿：由于某种原因利率与波动对我们有利，我们实际上获得了25个基点的超额收益，非常棒！当我刚开始发现这个交易机会时，我简直不敢相信，我一直在想“到底是哪儿错了”。这几乎是我们交易过最成功的一次买卖，它让我们第一次赚了超过20亿美元，都是真金白银的美元啊，仅仅来自一个仓位！

你们谈论的好几个成功交易都是发生在1998年或1999年，当时正是很多相对价值交易者出局的时段。是不是长期资本管理公司的财务困境，为坚守在市场里的相对价值交易者提供了很多不同寻常的机会？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

戈顿：1998年是一个令我们很满意的年份，这点毫无疑问，当别人亏损的时候，我们的收益率达到了10%。我们在一些相对价值交易策略中也出现了损失，但我们的宏观策略仓位解救了我们。例如，当事情确实开始明朗化的时候，我们在法律允许的范围内，尽可能多地买进了短期英镑和欧元合约。当美联储降息达到75个基点时，我们的宏观策略仓位抵消了我们在相对价值交易中的损失。

你知道长期资本管理公司陷入困境的事吗，对你们的相对价值持仓是否是个信号？

戈顿：我们也碰到了一些麻烦，特别是英镑资产掉期仓位也给我带来很多痛苦，我开始思考到底发生了什么。然后，我们开始听到关于长期资本管理公司和其他几家基金公司要倒闭的传言。在6月之前我们就有一种不好的预感，觉得事情会变得很糟糕。我们知道金融系统不能承受更大的压力，所以我们在美国和英国遇到麻烦之前就快速退出来了。

你们有过一些不顺利的交易吗？

斯坦丁：有很多次是比较难熬的，由相对价值投资引起的压力。一次是英国基于不准确的平均收入数据而意外加息，给我们造成不必

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要的紧张。结果后来发现那个平均收入数据计算错了，但事后的数据修正对我们来说太晚了。

另一个困难时期是2003年夏天，美国国库券市场出现了大量卖空的市场压力。由于市场关注的焦点正从通缩转为通胀，国库券的收益率也从3%上升到4.5%。这之后，一些很好的投资机会出现了，但我们却没有在这个变化中跟上节拍。我们一开始的卖空很明智，但是令我们不解的是，在通缩恐惧后，通胀恐惧会来得如此之快，而市场居然可以将利率迅速地推高。这个突变导致了我们最大一次的损失，那真是一段难熬的时光（见图15-2）。

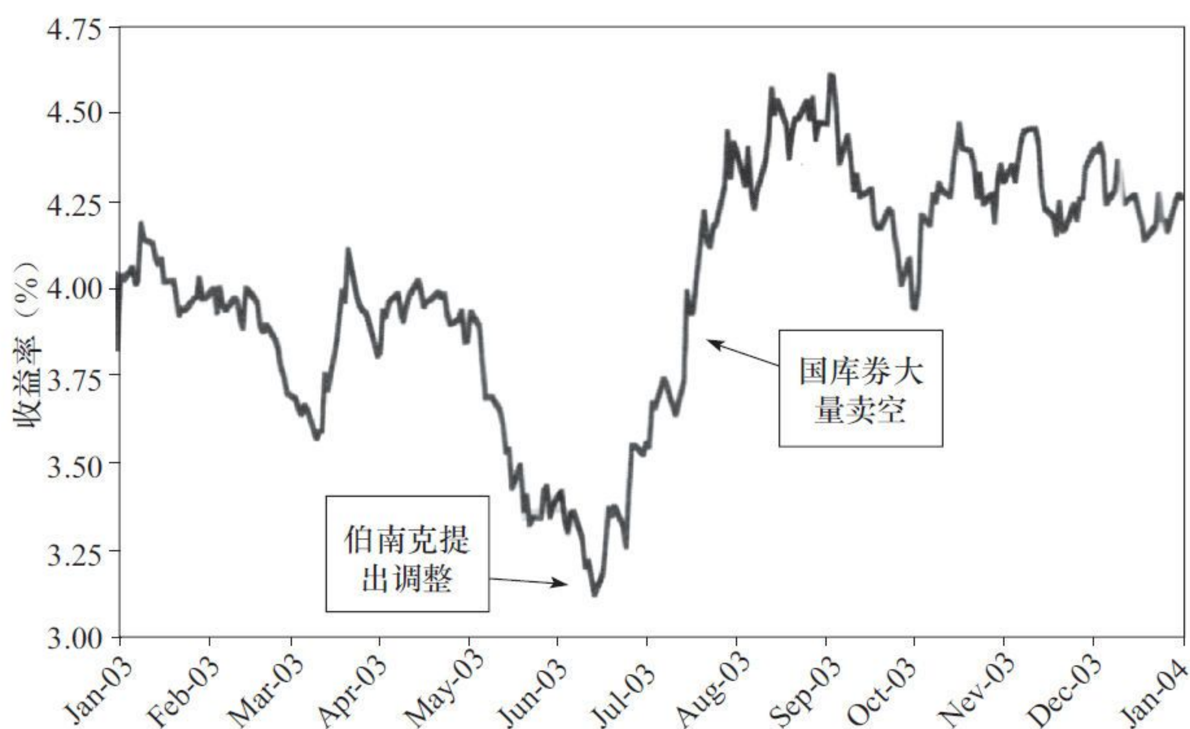


图15-2　2003年美国10年期国库券走势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资料来源：Bloomberg.

那次挫折让你学到了哪些教训？

斯坦丁：在最初尝到相对价值交易策略的一点点甜头之后，在早期价跌时我们过快投入了大量资金。我们不想错过这个自认为很好的机会，但是并没有认真地分析这个在通货紧缩恐惧之后重振的市场。当你看到这些波动性中的生财时机时，就已经很难再预测事情后面如何发展了，最终我们完全押错了方向。

大卫，你最糟糕的交易是什么？

戈顿：听起来可能有些自大，但是我确实没有过损失异常惨重的交易。有一个让我汲取教训的交易，是1997年我买入的希腊浮动利率国库券。除了希腊的利率国库券，希腊当时另外发行了一种5年期按季付息债券。这是一种希腊浮动国库券，但并不按国债利率付息，而是在国债利率基础上再加上100个基点。当我听到这个消息的时候，就在想：我只要买进它们，卖空国债，就可以得到无风险的100个基点的相对价值收益。

当时唯一的问题是我们不能回购希腊国债，所以我们在希腊的远期市场上融资以确保我们的风险被覆盖。一切弄好后，我就试着进行1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年期远期交易以便能够锁定一个固定利率，这就意味着在下一期的国债利率被锁定之前，我就锁定了整个交易的100个基点收益。

远期德拉克马（希腊货币）市场是不流动的，并且报价的价差范围很宽，所以我无法进行完全的套期保值。我本可以多加3个基点或更多，但是我有点心有不甘，仍试图以市场平价利率来锁定远期利率。这样，我决定买进一些当月的价值被低估的资产，打算1年后再出手。然而，接下来当我开始着手进行为期1个月的短期融资时，短期利率却从7%直升为100%，因为希腊人试图保护他们的货币不受投机的冲击。我被迫支付了100%的短期利率并坚持了两天，结果损失掉了那场交易中所有的利润。

从这个交易中你学到了什么？

戈顿：别因小失大！我本可以锁定97个基点的无风险的利润，但是相反我却为了要获得100个基点的收益——结果连97个基点都没得到。

如今，我们更愿意多支付一些以便让交易顺利进行。我们努力与我们的经纪人和投资银行一起协作，确保交易顺利进行。我们知道他们也要谋生，所以我们不愿意把他们放在竞争者的位置上。如果他们尊重我们的业务，并且乐意看到一切顺利，也不会从我们这里拿走太多的利润。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

希腊交易后来怎么样了？

戈顿：我们继续持有它，然后市场开始向对我们有利的方向调整，我们择机出货并赚了钱。坏事又变成好事，成了一个不错的交易。很明显，这次交易是被希腊人错误定价了，并且他们实际上也已经停止了发行这种贴息的浮动债券。他们通过给本地银行发行一些替代产品来让渡这100个基点的贴息。一旦投机者抓住这样的机会，当局也就停止那样做了。

因为那相当于他们把本国公民的税赋转移给你们了？

戈顿：完全正确，但这也意味着，他们是在欧元进入之前，先通过贴息加强一下本国的银行系统。

你会为了验证一个交易或是寻找投资机会而去考察吗？

戈顿：很少。我们每年去纽约两次，和那里的投资银行家、战略家和投资者会面。我们的投资者都非常友好和善，但他们并不真的想知道我们在干什么。他们想听到的是我们基金管理的美好前景，而不是我们怎么操作。在激烈的市场竞争中创造财富的过程，是十分艰辛与异常残酷的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你想对投资人说说哪些投资主题？

戈顿：我们最大的问题是，当前我们并没有一个清晰的、适于大规模建仓的投资方案。而且，我们缺少一些好的投资想法。我们处在一段不寻常的时期——长期利率非常稳定，市场波动率也相应下降。收益率曲线变得平坦，意味着波动性更低。

我们盼望着这种趋势再持续一段时间，但是现在再试图从短期波动或价差减小的交易中赚取收益是非常危险的短线冒险。我们可在随后的几个月中每月再挤出1%或者0.5%的收益，或者做空波幅，这个是可能做到的，但是这种操作中却含有导致巨额损失的危险。

在使用调整后的风险价值模型控制风险时，随着市场上波动性的降低，你的风险也在降低，反之亦然。为了保持风险估值模型稳定，你不得不去做更多的同类交易，实际上，这将使得你的仓位状况变得越来越危险。

正如我们所顾虑的那样，我们实际上正处于一个应该多看少动的时期。在这个期间我们的投资者应该调低对投资收益的预期，因为在这样的时期首要的任务是保住本金。我们现在的投资风格就像一只老谋深算的豹子——静坐，积蓄能量，然后等待机会的到来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有数亿美元的资产要管理却没有出手机会，这对你来说有压力吗？

戈顿：是的，有压力。要想推动我们的投资业务上新台阶，一个很大的挑战就是目前低波动率的市场环境，这对我们的投资模式来说是最糟糕的事情。如果我们事先判断出波动性将会变小，这非常棒。因为如果事实也如此，我们可以在这个过程中赚钱。但现在，波动性事实上已经在这些低水平线上了，做空波动性会损失很大，这就是为什么目前我们没有任何交易动作的原因。

在这个时期，我们可能把我们获取风险溢价的渠道放到债券市场上。我不知道这种操作策略是否能持久，但这样操作比较理性，因为在过去的20年总能从债券投资中得到回报。一般来说，债券收益率曲线是正的，在没有其他更好的投资机会，而你又能想建仓获得投资回报的时候，债券市场是个不错的选择。银行界的老谚语——长贷短借，显然是有道理的。

虽然市场中不乏战术性的做空操作获得成功的例子，但总的来看，实际情况是，稳定的投资回报总是来源于做多。我们现在想要做空利率产品，因为相对于名义GDP来说，利率水平显然是太低了。但是我们的那个交易失败了，所以不得不继续等待。同时，我们做多欧洲债券已经有一段时间了，但是我们现在退出了这个交易，因为当你在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3%的利率水平买入欧洲债券时，你也要考虑目前欧洲类似日本的情形。一般来说，目前我们并不打算去冒太大的险，我们眼下主要着眼于我们的资产保值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章　货币专家

佚名[1]（货币基金经理，伦敦）

自从欧元诞生以来，外汇交易业务已经发生了巨大的变化，而欧元的诞生更是使得世界经济集中聚焦在了三个主要的货币区。同时，许多外汇交易员不再希望仅仅局限于货币交易。如果考虑持有期超过1天的外汇交易实际上已经涉及利率因素，那么这种转变就显得合情合理了。

在这里介绍的这位外汇交易经理，在利率交易方面拥有十分丰富的背景。他以做利率产品经纪人起家，在从事自营交易之前是一名欧洲债市做市商，之后从事基金管理工作。他现在供职于一家银行的资产管理部门，在拥有数十亿资产的对冲基金内担任首席投资官（CIO）。在谋到这个职位之前，他为许多金融机会做过各种各样的工作。这位经理现在管理的范围包括货币、利率以及它们的衍生产品，但对流动性有严格限制。

当他被称赞是金融界一位知名的明星级交易员时，这位经理似乎并不为所动。他声称："我原本希望成为摇滚明星。"他这样说并不是打趣——他确实曾在一支摇滚乐队唱过歌。他的名声和威望与他温文尔雅的行为举止，以及他在市场上的表现完全相符，此外他还是一个非常自信的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我第一次和他会面时，我们一起在伦敦的皇家交易所大楼共进午餐。这里以前是伦敦国际金融期货交易所（LIFFE）的交易大厅。他阐述了一大堆关于市场、世界以及生活的主张。在采访期间，他总是非常热情主动，为了清楚地表达他的观点，他有时会伴之以手势，时而还画画图表。总之，他能够以最简单的语言描述出最复杂的金融概念。虽然他才华横溢，但是他是第一个承认自己只是在艰苦磨炼中形成自己交易风格的人。他只上了一年大学就放弃了正规的大学教育。在银行交易员与造市商以激进的、高度竞争性的、肉搏战的方式承担巨大风险的那个年代，他就学会了怎么做交易。我们可以从他说的一句话中捕捉到他对交易的全部理解，即“如果你拥有更多的交易纪律和更大的勇气，你就很可能获得胜利，因为其他人都没有”。

你是怎样踏入全球宏观对冲基金行业的?

我因个人原因从大学退学。退学以后，我当了一阵子模特，这挺有趣的，之后，我又开了一家非常高档的酒吧。这座城市的一些交易员有时会光顾该酒吧，对我说：“像你这样聪明的小伙子在酒吧瞎混什么？”其中一个交易员为我提供了一份经纪人的工作，我接受了。他们让我销售票据，而那时浮动利率票据刚问世，我对它一无所知。但是没关系，这活儿不难。从那时候起，我先后在七八家公司工作过，记不起来是哪几家了，不过绝大多数是无名小公司，他们都不太

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

懂风险。随着时间的流逝，我已经从单纯从事利率交易发展到进行外汇交易——一种更接近全球宏观对冲基金风格的交易。

你怎样定义全球宏观交易策略？

全球宏观交易策略，是一种由自上而下的分析所驱动的资产交易。在这种交易中，你不可能控制任何一种交易工具超过两三个小时，因为它们事实上是经济环境和政策决策，而不是任何个人或机构驱动的。

自从你踏入该行业以来，全球宏观对冲基金市场发生了改变吗？

交易只是一连串的日子，我真得没注意到它的变化，但是我不认为在真实的全球宏观对冲基金世界中交易的机会变得更多或更少，因为决定机会多少的因素不是我们所能控制的。

你是怎样运用全球宏观策略进行外汇交易的？

对于我来说，外汇交易并不是名副其实的全球宏观交易策略，只是靠了一点边而已。我认为只存在一种真正的全球宏观对冲基金交易，那就是资金价格。其他任何东西，都是资金价格的函数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

央行控制资金价格，利用利率来驱动。它们利用货币政策来改变经济供需变化，鼓励人们沿着风险曲线移动。风险曲线，从本质上来讲，就是信用曲线。

当然，政府还控制财政政策，因此当观察我们所交易资产的现在和将来价格时，我同样也要把政府这个变量考虑在内。

同时在10国集团中，除了日本，其他国家的货币政策都高度相关，因为它们被同样的东西所驱动。实际上只存在一家央行，那就是美联储，由它制定资金价格。

事实上，资金价格并非美联储的隔夜拆借利率，而是公司用来评价投资机会成本的利率。我认为资金价格是18个月到2年的利率水平。从那儿开始，你沿着风险曲线移向政府债券、公司债券和股票。在这个曲线尾端，你会发现外汇。

外汇交易的收益就像是信用曲线尾端，它是人们沿着曲线怎样看待这些信用的函数。例如，如果市场认为巴西是信用状况良好的，假设其他情况不变，巴西里拉升（应该会）升值，因为如果人们希望获得巴西里拉的敞口头寸，那么他们就会购买巴西里拉，供需关系导致里拉升值。

因此，货币实际上是人们对利率的情绪的贝塔？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是的。货币是利率和信用情绪的贝塔，或者说贝塔的贝塔。汇率也是一种被驱动的市场情绪，因为它是两国货币资金的相对价格。它反映了两个国家投资者的情绪，对现实和各种不同因素的认知之间的感受。

在管理我的投资组合时，大部分时间我都在关注美联储，因为美联储负责激励人们投资和沿着风险曲线移动。人们不希望看到恐慌，所以大家都以短期利率来存款。在那样的情况下，经济不可能得到发展。

我们的交易非常具有方向性。在世界市场的任何一个时点，至多只有三四笔全球宏观对冲基金交易。如果只存在一笔，那么我们也只能进行一笔交易。那些三四笔的全球宏观对冲基金交易，除去资金成本，可能发生在债券市场、股票市场或者是美元市场。

广义上说，美元只和3个区域进行交易——欧洲、亚洲和拉丁美洲，而这3地的利率/价格具有相关性。例如，如果你看到智利比索与巴西里拉朝着完全相反的方向变化，你就会感到很不寻常。外汇交易的困难在于，不存在反映外汇政策的真实锚。是谁在控制外汇政策呢？

汇率是很难驾驭的一个政策工具。上一个10年唯一一个使用过汇率政策（声称采取浮动汇率，不再是采取盯住汇率制度）的国家是日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本，而这正是日本和10国集团其他国家不太相关的原因所在。日本对货币政策与财政政策的使用已达到极限，因此汇率政策是其现存的唯一一个可用来改变供求关系的工具。同样，真正的全球宏观对冲基金，在固定收益证券交易中应该比在外汇交易中更赚钱，因为由政策驱动的固定收益证券具有方向性，而外汇交易则缺少明确的名义锚。

美联储是否比以前做得更好，因此减少了市场波动性和全球宏观对冲基金交易的机会？

无所谓机会更多或更少。因为我们始终只有为数不多的全球宏观对冲基金交易机会。没有发生什么变化。

美联储制造了一个更难控制的新问题，那就是全球商业周期。全球商业周期产生了一个新的动力，这个新动力导致了资产类别之间相关性的增加。对美联储而言，管理经济变得更难了。现在更像是驾驶油轮而不是小艇，但还是它在驾驶，它是全球价格的制订者和全球需求的驱动者，在此基础上，我才能做出全球宏观对冲基金交易决策。

你还从哪里获取信息来做决策？

能得到的信息并不多。全球宏观对冲基金领域最重要的变量是经济状况，以及中央银行如何做出应对。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了获取信息，我阅读报纸、看数据、关注政府官员的谈话，尽力从中找到线索。而从实际交易观点来看，价格行为决定何时和何地进行交易。

除此之外，世界存在大量的噪声，其他人的意见是无关紧要的。我无法忍受与销售人员交谈，因为他们想做的事就是卖给你新东西，而事情并没到值得那样做的地步。如果可以避免与这样的人交谈，我就不接电话，以免浪费时间。

重要的全球宏观交易是什么？

我寻找市场中转换的蛛丝马迹，突然之间市场对某事的观点改变了，亚洲金融危机是一个很好的例子，一夜之间，亚洲仿佛就从经济顶峰变得岌岌可危。其实，两种观点都错了。

格式塔转换通常发生在波动性高涨之后，因为每个人都在购买保险。当人们购买期权来保护其头寸时，这意味着存在令他们焦虑不安的头寸。

全球宏观对冲基金重要的交易机会，往往发生在市场将重新洗牌或者转换到另外一个完全不同的概念时。我花了很多时间观察市场情绪，希望找到下一次转变。至于其余时间，我都用来寻找可能发生的最有效的表现形式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场是我们所知的信息以及从中推导出来的信息的集合体。因此，一群人的总体知识总比单一个体的知识更多，即使是对专家来说也是如此。价格行为倾向于确认这点，而且价格行为从来不会说谎。

你曾经通过相对价值交易来表达自己的观点吗？或者你总是做定向交易？

我不做相对价值交易有两方面的原因：一是相对价值交易隐含着负的gamma值，因为它的作用机制是基于价格对均值的回归；二是需要耗费很多时间精力，会让我发疯。

我有过价差交易的经历，因此我十分理解套利性的交易。这虽然不是在博傻，但是你总希望别人估计的价差比你所估计的更小，这只有在别人决定卖出时才会起作用。这就是为什么相对价值基金能够连续几年保持每月1%的极其平稳的收益，而突然之间出现严重滑坡的原因。

我对负的gamma有一种十足的恐惧感。我的恐惧来自在经纪公司和银行交易部门的工作经历，我深知负的gamma对批发业务的危害。当你坐在股票交易室或交易厅里，你可以看到批发价格的变动，而你在这里就无法完全看到这些信息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在交易大厅做期货与在办公室观看电脑屏幕的感觉不同。当你观看电脑屏幕时，你只看到价格的某一方面，价格从5变到6，这就是你看到的所有信息。而当你站在交易大厅里，价格从5变到6，你可以看到谁在购买、买了多少以及谁准备购买更多。整个事情，因你所处的地方不同而变得不同。

在进行相对价值交易时，一旦你被交易对手方锁定，你就知道你支付了错误的对价，否则就不会成交。这就是赢家诅咒，当负的gamma的头寸变得对你不利时，就真得不妙了，你想尽力对冲这种风险，但无论你做什么都是错的。有什么理由要把自己弄得这么狼狈不堪呢？

我把它理解为你从未持有过期权空头？

从来都不。也是因为负的gamma的原因。

流动性在全球宏观对冲基金交易中是关键，那些破产的对冲基金总是因为估计错了市场的流动性。阳光之下没有新鲜事，问题总是出在流动性上。

在全球宏观对冲基金交易可以全天候进行，但你不能频繁改变主意，你在持有定向交易头寸时，也可能面对流动性问题。如果你观察一下央行政策，你会发现通常不太可能出现美联储在3次会议中先加息，再减息，又加息的事情。美联储政策不可能突然来个急转弯。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赢家诅咒

赢家诅咒是一个运用于拍卖的概念，说明赢家通常会为标的物支付过高的价格。在任何拍卖过程中都会遇到这个问题，因为报价者必须要估计标的物的真实价值或最后价值，包括他自己的报价。因为多方面因素，包括情感因素、信息不完全以及其他因素，准确估计标的物的内在价值将会非常困难。事实上，赢家往往最后的出价会超过标的物的内在价值，因为只有最高的那个估价方会成为赢家。

这也是我不喜欢收益率曲线交易的原因之一。如果我认为市场将出现较为平稳的熊市，我将在这种趋势变化到最尾端时再下注，也许是两年期票据。这样对于我来说，对冲风险更容易、干净利落，而且即便我做错了，问题也不大。

当你卖掉两年期票据之后，你会购买看跌期权、持有期货空头，还是卖掉现金债券呢？

70%的时间都是通过期权建仓。全球宏观对冲基金交易的关键在于掌握时机。我们都知道事情将会发生改变，但是我们就是不确定何时发生。期权是控制风险最容易的方法，并且能提供良好的收益。

购买期权的最好时机是，每个人都告诉我某事的发生不可避免以及市场已经走向极端了。我未必总是反其道而行，但是当我持有相同

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

观点时，我就不太可能去建仓。总的来说，全球宏观对冲基金交易的基本原则是，当你对行情看涨时就持有多头，当你对行情看跌时就持有空头。

当你所说“每个人都告诉你”时，谁是“每个人”？我原以为你不接听电话。

我的交易员会与销售人员和银行的分析师交谈。我会阅读收到的彭博新闻，但是绝大多数都毫无价值。其间有多少真正新的数据？并不多。

每次当我听到人们谈论中国重新评估人民币汇率时，我就会告诉他们闭嘴，因为这是胡扯，完全胡扯。没有人知道，而且最后一个知道的人将是银行的某个销售人员。想法——每个人都有。

你会像实证研究报告所说的那样，总是为期权支付过高的价格吗？

也许是，但是我再说一次，做多波幅的关键在于把握好时机。作为一个全球宏观对冲基金交易者，最难培养的东西是掌控时机。为什么一个优秀的运动员似乎总能领先别人一步？我不知道，但他们总能做到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你总是持有头寸吗？

是的，因为很难做到什么也不干。不管怎样，你都会错。

让我们先退一步谈一下市场价格的行为，这有助于解释我为什么总持有头寸。市场是一个简单的信息贴现机制。价格的波动主要由反映现实经济情况的政府数据所驱动。结果，75%的真实价格运动只发生在10%～15%的时间以内。其余的都是市场。

作为一个全球宏观对冲基金交易者，我会尽力捕捉那些不常出现的价格波动，而我所知道的最好方法就是持有期权，做gamma和vega多头。类似这种建立在期权基础上的策略真正美妙之处在于，我的杠杆比率取决于正确的宏观分析。如果正确，我会增加杠杆率，如果错了，我会降低杠杆率。

这就是为什么商品交易顾问（CTA）或暗箱交易系统成功的原因所在。在我踏入全球宏观对冲基金行业以前，我总怀疑商品交易顾问系统的用处。直到踏入该行业，我才理解了全球宏观对冲基金交易的主要驱动力，完全不同于相对价值交易。每天交易结束时，商品交易顾问系统不会感情用事，总是紧跟市场做多风险溢价。它们捕捉到这些价格波动，快速做出反应以补充到他们的头寸中去，反之亦然。期权也很相似。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你会经常离开市场一段时间吗？

是的，我不喜欢总是那么紧张，因为信息不会那么快地发生改变，事实就是如此。我主要关注市场的主要驱动因素，把其他抛在脑后。

如果每件事都相互关联，而且得不到更多的信息，你会怎样获取优势？

许多投资策略都是周期性的，相对而言，全球宏观对基金交易却是最缺乏周期性的。全球宏观对冲基金交易不依赖经济周期，尽管像信用交易这种策略与现实经济紧密相连。当我进行全球宏观对冲基金交易时，我的收益几乎与全球经济周期不相干，我只是尽力在市场中捕捉为数不多的市场波动。

我不会参与那些缺乏流动性、参与者甚少的交易。在那些交易中，一旦有人开始摇摆，每个人都会急着结束交易。我从不希望成为一名被动出售者。我懂得“越高越买，越低越卖”的道理，但我不希望那样做。

我认为我的优势在于，当我看见被动出售者和被动购买者时，我能够持有相反的头寸，因为我持有gamma的多头。我低买高卖，只做低吸高抛而不追涨杀跌。我最基本的策略是，当我感觉到由新经济数据

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

驱动的政策将出现转变而即将步入某种趋势时，我们将持有gamma的多头。

因此对于我来说，整个投资都是关于流动性以及大资产类别的流动性，做出为数不多的宏观投资决定，并通过持有gamma的多头以及vega多头来规避风险。很明显，如果我们在这几个问题上把握不当，我们无法赚钱。

你会告诉你的投资者，要有遭受偶然亏损的心理准备吗？

对，我们当然会遇到下滑和亏损的糟糕业绩。操作基金，不可能只有赚钱而没有亏损。

最近我遭遇了亏损，投资者就问我的风险取向发生了怎样的改变。我告诉他们没有任何改变。假若发生亏损，如果我采取降低杠杆的措施，我以后如何才能赚回来呢？我不能。我知道这听上去不太容易理解，但是如果我认定我的交易正确、管理过程和风险控制合适，我会一如既往地持有，直到事实发生改变。就像凯恩斯一样，当事实发生改变时我也会改变主意。但是最近，我遭遇亏损，我认为事实没有发生改变，没有达到风险管理的止损点，因此我继续持有仓位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易中最难做的一件事，是坚持以自己的交易方式走出困境。一位非常有名的交易员曾经对我说，一个优秀交易员的标志是——当你亏损时，还能够继将原来的交易扭亏为盈。这个道理放之四海皆准。

该理论能够维持多久？因为凯恩斯也说过：市场保持非理性的时间会超过你能坚持的时间。你的理论什么时候会失效？

我观察市场5个月之内的情况。在那时，将有足够多的数据来论证我的判断。如果我的关于宏观驱动因素的看法在那时还奏效的话，我就会知道我对市场的分析是错的，这时我会退出市场。同时，我们的内部亏损约束机制也会控制我错误的程度。同时，别忘了，我持有gamma多头以及vega多头。

能够判断出你何时正确和何时错误很重要。对于一些人来说，认识何时正确与识别何时错误一样困难。看到人们中止盈利和维持亏损的交易时，我感到很可笑，但是这样的事无处不在。

对于我个人来说，鉴于我对投资组合的构造，识别何时正确与错误都不成问题。我从不掩饰对正gamma理论的批评，但是它确实能使你避免做出一些荒唐的情绪化决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当你拥有的期权变得很便宜或者一文不值时，你不要卖掉它。把它放在抽屉底下并忘记它，只有在到期日来临前才打开抽屉，看一下那时是否值钱。

我们在阿根廷比索贬值前所做的一笔交易，就是这种状况的一个很好的例子。巴西宣布把巴西里拉从1美元兑1里拉贬值到1美元兑2里拉后，我们注意到以阿根廷比索为标的一个价外认沽期权。我们认为它极其便宜。我们购买了执行价格是1美元兑2比索的认沽期权，而当时1美元兑1比索，我们把它弃之脑后不管，因为它们很便宜甚至可能会变得更便宜。但是当比索贬值到1美元兑3比索时，我们就赚大了。我们所购买期权的卖方事实上没有采取对冲措施，以至于最终因比索贬值导致的巨亏而被解雇（见图16-1）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

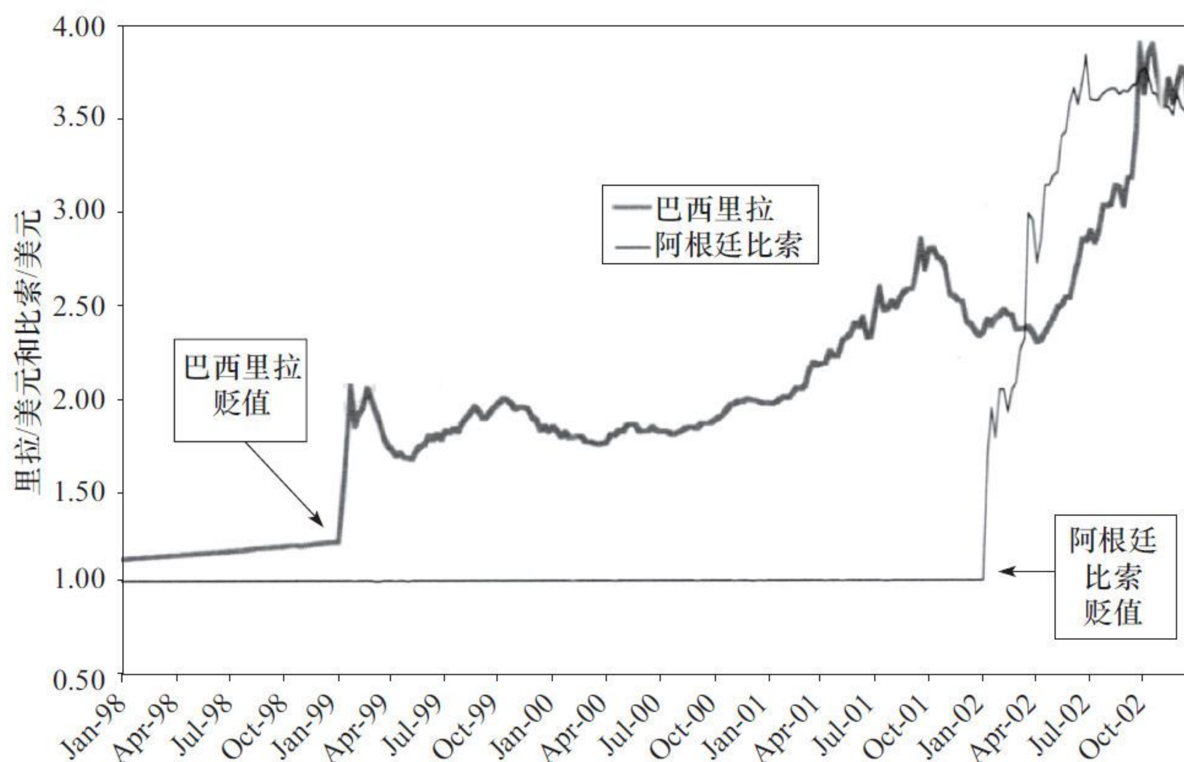


图16-1　巴西里拉和阿根廷比索（1998～2002年）

资料来源：Bloomberg.

做空阿根廷比索的交易，是你有史以来特别喜欢的交易吗？

不是。我没有特别喜欢的交易。如果非要说有的话，我特别喜欢的交易是当我交易错误而退出时没有造成太大损失的交易。

我最糟糕的交易发生在1998年，那时一个杠杆率过高的巨型对冲基金的投资组合正在瓦解崩溃。我当时做多了一个3年期的远期掉期合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

约，具体来说是对欧盟利率与英国利率在未来3年内的趋同性进行下注。我当时认为英国最终会比较市场预期更早更快地加入欧盟，所以二者的利率水平将趋同。

我建仓时二者差价为150个基点，而在这家对冲基金遇到麻烦之前差价缩小到130个基点。这家对冲基金大规模进行该交易，因此等到他们开始平仓时，差价已变成大约220个基点。鉴于公司每月损失5%的限制规则，我只好被迫平仓退出。

这是我最糟糕的交易，因为我算错了两件事：一是其他基金进行该交易的市场规模，尤其是那些大型对冲基金；二是市场出错时价差所能达到的宽度。这完全是对市场流动性判断错误的后果。同时，我没有足够重视流动性的重要性。正是流动性问题，造成了绝大多数交易员对资产价格相对于他们所预期收益的错误估值。

在这次经历之后，我的相对价值交易的策略改变得非常快：我不会再漠视市场的流动性。所有的相对价值交易都有自己的方向性，不管别人怎么说。这笔交易的方向性就是进去时的流动性比退出时的流动性要大得多。

当你刚开始做那笔交易时，你知道跟你做同向交易的人多吗？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的确知道它是个很火的交易。它是政策驱动的交易，市场有很多有关它的说法。再次说一下，我从这件事中汲取的教训是：当人们都认为某事必定要发生时，你应该三思。

没有人能拥有或控制一个全球宏观对冲基金交易，因为这是不可能的。如果你能控制，那就意味着你变成了整个市场，而当你成了整个市场时，就会出现问题。有很多非常优秀、聪明的交易员违反该规则的例子。当你拥有某种股票25%的份额时，你就不再是全球宏观对冲基金交易员，而变成了所有者。1998年秋天，一只对冲基金占据了市场，从而引发了问题。

我把自己关于流动性、相对价值和市场的理论称为结冰理论（frozen ice theory）。而且它再次强调了负gamma的危险性。结冰理论指当湖面结冰时，湖面的边缘比中间结冰更厚，对吧？

回到1995年，当日元兑美元达到历史最低点的1美元换80日元时，每个人都把错误归罪于日元的强劲。大家议论纷纷。日本的经济处于下滑期，他们把所有的钱都抽调回国，当然政客会竭力保护本国的经济——完全是废话。每个人心中都明白，美元/日元汇率在80的水平是错误的。

最终，交易员都预期到日元贬值而开始购买美元/日元。这是聪明的交易，正确的交易。根据结冰理论，这发生在湖的边缘冰结得最厚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的地方。交易很完美，背后的理论也有道理。

正如预期一样，美元/日元开始上升，人们纷纷平仓获利，但是他们平仓得太早了。当美元/日元继续上扬时，他们眼睁睁地看着这笔好交易离他们渐行渐远。到现在为止，美元/日元汇率已经从80变到100，而且有望达到120，但是当价格为90左右时，人们已经平仓止盈了。

如果交易者购买一些东西的价格比他们刚刚平仓获取利润的价格更高，他们的心里会不好受，因此会寻求替代物或相对价值。于是，他们购买美元/泰铢，然后经历同样的过程；之后是美元/马来西亚元、美元/韩元、美元/菲律宾比索等。

以后的事情你知道，每个人以及他们的祖父母都在做多美元/台币、美元/卢布、美元/垃圾货币，然而没有人记得他们为什么刚开始时持有美元/亚洲货币。没有人再持有美元/日元多头，而此时美元/日元比率已达到135。

这时每个人都移到了湖面的中心——此处冰层是最薄的。事实上，他们都已经移出了一个范围。猜一下是什么？是我们的老朋友——流动性和信用。突然之间，美元/日元（流动性）开始反转，游戏结束了。每个人都停下来，四周观望，最后发现自己被处于湖面结冰最薄处的同样缺乏流动性的人所包围。于是，人们纷纷开始询问价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格，想尽办法退出交易。哦，这下完了。“能以这个低价成交吗，哥们儿？”“不，再低些！”于是，再次压低价格以求出手，“能以这个低价成交吗？”诸如此类夺路而逃的报价，竞相上演。

那些更低信用的投资，总是拥有最低的流动性和所谓最高的回报率。在牛市的末尾，所有垃圾物的价格都上升，而这正是你知道已经接近末日的时刻。当类似winganda prayer.com这样不入流的垃圾突然之间比那些优秀的、长期存在的大公司更值钱时，你必须停止交易，质疑一下问题的缘由。

这在市场上一直发生，而且还会继续下去。每一个处于湖面中心结冰最薄处的人，拥有几乎相同的头寸，他们已经忘记了为什么要进行第一笔交易。他们忘记的原因，是他们不再持有初始头寸，他们已经很早结束了该交易。他们错过了重要的一波趋势，所以他们去买替代品，然后又买了其他的东西，我们都这样做过，在错过了主要标的资产的有利价格波动后，每个人都曾为他们的交易主题找过替代物。在20世纪90年代下半时期的购买日元及相关的亚洲货币就是个经典的例子（见图16-2）。

回顾过去是很重要的。如果你不这样，就要开始重复经济学家所做的，也就是不断提高目标价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当你观察基金时，薄冰理论同样适用。对冲基金的机构投资者，通常在对冲基金经营平稳完善、业绩处于顶峰时才投资对冲基金。那些在刚开始时就投资的投资者能够经受得住挫折，因为他们已经赚了钱。但是机构投资者通常不是在起始阶段投资，他们在游戏后期才加入，因而常常以亏损为结局。



图16-2　美元/日元和美元/“亚洲货币”（1995～1997年）

资料来源：Bloomberg.

投资者应该怎样投资对冲基金？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择对冲基金的方法是深度观察对冲基金的团队构成，团队协作的整体功能，处理和辨认新信息的能力。团队不要实行集体负责（实际上是无人负责）的制度安排很重要，因为只应该由一两个人负责管理绝大部分风险。

母基金存在的问题，往往都在于它们没有做出决定。它们共同做出资金分配的决定，因此没人对决策负责。我认为那是人类劣根性的部分表现。每天结束时，在经历了所有复杂的程序之后，投资委员会随意挑出一个管理着几十亿美元的人，其依据是他们肯定很优秀，否则为什么能管理几十亿美元；而不是询问战略是否正确，做相同交易的人数是否很多，或者整个宏观环境是不是可能发生变化。

许多所谓的专家和博士在母基金业工作，但是你还是应该问问：如果他们那么聪明，为什么不管理一个对冲基金？当我遇到了一位在对冲基金界被认定为是专家的家伙时，我几乎总知道他下一句想说什么。

你擅长于挑选交易员吗？

挑选一个优秀的全球宏观对冲基金交易员是一件十分困难的事情。作为一名优秀的全球宏观对冲基金交易员，你必须学会观察未来的价值，而不是现值。当今许多交易员知道所有东西的价格，但对事物的价值几乎一无所知。他们是在一个衍生产品和金融工程的环境中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长起来的，而不是在实际交易中成长起来的。当谈到金融工程时，这些人能用9种办法把事情描绘得像模像样；而当进行交易实战时，他们的表现往往不尽如人意。

在你的职业生涯中，你是在什么时候发现自己擅长交易的？

大约在我开始踏入这行的第一周吧。在这方面我有一点小诀窍，这就像打高尔夫球一样——要么你行，要么不行。打高尔夫球时，如果你一杆就打在远离草坪250码以外的地方，你可能并不适合玩这种游戏。你也许永远都不可能将球打进洞，除非你是老虎伍兹。话说回来，如果真是伍兹打球，他也不可能是那样。交易就像高尔夫球一样，最能说明问题的是，你在最糟糕的一杆中的表现如何，而那往往是区分好交易员与差交易员的试金石。

你有喜欢的市场书籍推荐给交易员吗？

没有。很明显它们都是垃圾，充斥着的是可能再也不会起作用的废话。一个年轻交易员能够拥有的最好的经历，是去了解当仓位头寸出错而不能够脱身时会发生什么。你不可能从任何书籍中学到这些。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我的一位很好的朋友，是一个非常聪明的销售人员，曾经通过做空认沽期权而建立了德国债券认购期权多头。当市场下降了2个点时，连他也忍不住痛苦地惊叫起来，而当他的头寸越建越大时，市场也越跌越狠，真是糟糕透了。

当每天交易结束时，如果你有更多的交易纪律以及更大的弹性，那么很可能取得胜利，因为别人没有拥有这些。一个我亲身经历的例子是，当我还在银行交易厅工作的时候，我帮助一位做市商退仓，而我们所交易标的的价格是99。我给一家大型银行打电话询问价格。事实上那人把报价压低为96～97，但是我说："你的价格很好。"

然后他反问我的价格，我给他报了买入价85，卖出价86。

他说："对不起，能再说一遍吗？"

我回答："85和86，你希望做什么？随便多少都行。"

他说："不买也不卖。"

现在，如果换成是我，我肯定已经购买了尽可能多的东西，因为你知道那是错误的价格。而他的问题在于，他感觉到了我知道一些他所不知道的内幕，而正因为那种感觉，他完全用"别人是对的"代替了"定价模型"。这就是我们许多专家的思维模式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你对当前世界的看法是什么？

我的核心观点是，情况还不错。现在中东地区出现了和平的一线希望，这很重要。地缘政治是市场巨大推动力，而现在的地缘政治还算是相当稳定的。

你认为世界形势还不错，让人感到惊讶，是不是因为你像绝大多数全球宏观对冲基金交易员一样通常看跌？

有时我走在大街上四处观望，我会变得十分悲观，以至于想过在苏格兰买一座孤零零的城堡。然后，带着装满子弹的手枪和一卡车罐装食品，从此与这个世界隔绝。

当你观察整个世界以及它建立的基础时，你会发现这个世界是不可持续的——明显不可持续。最让我担心的事情是，我们离陷入完全混乱并不遥远。我不知道你家里储存了多少食品，但是如果我们的食物供应出现问题，而超市或餐厅又不再有可吃的东西时，那么我们会处于极其困难的境地，街道上会一片混乱。我经常想到这些事情。

[1]该交易员供职于一家大型的国际金融机构，该机构认为不太方便在一本书中公开自我揭示关于全球宏观的交易策略。为保护该交易员及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该机构的隐私权，这次访谈是在匿名状态下进行的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

终篇

长期来看，我们都将死亡。

——约翰·梅纳德·凯恩斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录A　2008年的崩溃

李R.托马斯三世（福林特洛克全球投资）

序言

要保证运行良好，全球和美国金融体系就需要在从业者之间建立起码的信任感。有趣的是“信用”（credit）这个词的词根来自罗马单词″credere″，其原意就是“相信”。当金融机构间的信任在市场恐慌期间开始明显消退，特别是发生在19世纪后半叶的美国银行间的信任危机，什么事情都有可能发生。当存款人开始怀疑某家银行可能缺乏偿付能力时，他们迅速取出存款，此时即便对那些并不存在这种问题的银行，市面上也会出现自我实现的预言。陷入恐慌的存款人可能是零售客户或者是其他银行。

在美国金融体系中有一个创造信用的关键要素，就是商业银行体系中建立的监管和保险机制，其中最重要的是联邦储备委员会（Fed）和联邦储蓄保险公司（FDIC）。由于商业银行受到美联储的约束，需要按照其存款规模的一定比例缴纳准备金，因此美联储可以影响银行的借贷和投资活动。储蓄人可以信任银行，在大萧条之后，恐慌似乎已经成为过去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为有了商业银行提供的基础信用来源，金融业才得以享有一段时间的稳定。尽管如此，去监管化的趋势与新发明的金融工程产品的结合，意味着除了银行贷款，金融体系还能创造出有效的内生信用。在这样的环境中，我们已经享有了几十年的稳定可能会被逐步瓦解。这类信用工具的出现至少部分地回避了美联储对商业银行的监管。信用市场逐渐侵蚀了银行的领地，曾经专为银行保留的风险产品领域，已经被许可销售新一代的金融工程产品的非银行金融机构渗透了。其中一项产品就是信用违约掉期（CDS），可以让非商业银行承担公司违约风险。信用违约掉期提供了一个研究新近开发的不受监管的金融产品替代受监管的商业银行的潜在影响的便捷的模型。

信用违约掉期与银行贷款的比较

信用违约掉期产品占领了曾为商业银行贷款留存的一个有价值的利基空间。它们的相似点在于都能提供针对借贷方违约的保障。对于前者而言，这种保障既直接又清晰可见，费用也是如此。合同会注明在违约时应支付的限额，并对那些情况构成违约做出规定。费用（保障的成本）由自愿交易的买卖双方确定。投资银行和商业银行通常会担任买卖中间人，中介费按市场条件而定，和出价/还价的价差有关。

对于银行贷款而言，保障会显得更微妙。银行发放贷款，如果贷款未能及时偿还，会影响银行的权益。如果贷款违约，银行要负责偿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还。当然，银行会为承担风险而收取费用，体现为贷款利息与伦敦银行间拆借利率（LIBOR）之间的差价。

是什么原因会引发银行恐慌？让我们一起看看当银行向ABC公司发放一笔贷款时的情形。如果该公司违约，那么会影响银行的权益，此时会发生一些外部性问题：那些银行和ABC公司之外的第三方会受到影响。由于银行要用其稀缺的资本金来补足违约的贷款，所以其股本将缩水，被迫降低其贷款规模（无论是出于其审慎的管理层还是基于监管要求）。进而会引发收回对DEF公司的贷款或不再续期，这有可能导致DEF公司不得不为了生存而出售财产。这样的外部性成本只是为了显示政府有对银行进行监管的权力。当然，如果DEF公司最终破产了，或者其他贷款违约了，即便相关的所有出借方和借贷方都履行了审慎尽责，也会引发多米诺骨牌倒塌效应。当违约的消息扩散开时，其他方面也会被牵扯进来，别的银行可能出于害怕受损而停止短期相互拆借，以保护自身的流动性，这样就造成了商业银行系统日益减少的信用和资金供应。最终导致储蓄人（包括其他银行）开始争先恐后地回收资金，形成典型的银行挤提风潮。在这样的情况下，银行无法提供所需的流动性，如果美联储不通过抵押准备金拆借窗口给银行借款，银行就可能倒闭。

在整个体系中，一个关键概念就是杠杆。潜在的挤提风潮和倒闭来自一个事实，即银行的储备资金明显低于存款额。银行资产是流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性差的长期资产，有短期的流动负债和存款提供支持。存款额与储备之比就是银行采用的杠杆比率。

尽管信用违约掉期提供了银行信贷的部分功能，但是在两个方面与银行贷款有所区分。第一，银行是按照美联储的监管条例用准备金支撑其贷款，如果美联储认为银行扩张过度，则可以直接要求银行增加更多的准备金。第二，两者的流动性完全不同。银行可以卖掉贷款，但是头寸不会像信用违约掉期的销售者那么快恢复。市场上，银行贷款的流动性很差，缺少连续交易，周转速度也很低。相反，信用违约掉期定期在银行和客户之间交易，因此流动性很好。大多数的信用违约掉期产品的报价可以随时获得（多数时候是这样的）。

信用违约掉期市场的流动性和透明度意味着其信用风险独立于商业银行，这通常被看作一个优点。当非银行金融机构能够分担风险的时候，风险敞口的分配会更有效率。经济学家可能会说，信用违约掉期允许将风险分配给那些有能力承担的人。[1]不管它具有多好的流动性，风险违约掉期由于缺乏监管，所以出问题的机会更大。最糟糕的情况是信用违约掉期市场的塌陷可能很快扩大到股票和债券市场，进而影响实体经济和那些从未接触这种产品的人。这就是外部性影响，或者说是附带损失，因为它影响了风险违约掉期市场之外的人。

潜在的信用违约掉期市场崩溃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回想一下在美联储和联邦储蓄保险公司建立之前，导致银行恐慌的根本问题就是杠杆的使用。信用违约掉期市场也是杠杆化的，具体表现在两个方面。第一，由于信用违约掉期合同本质上属于附加杠杆的信用对赌，信用违约掉期的销售方的损失可能远远超过他们收取的费用。第二，信用违约掉期的提供以及其中部分会得到担保，鼓励了债券持有人过度使用杠杆。

更甚的是，无视信用违约掉期产品发行人可能违约的事实，他们很少主动去做严谨的信用分析。发行人可以向多个对手方出售产品，却没有专门的中央清算公司提供服务。因此，不仅救援了发行人的一方无须审核其全部账册，而且如果发行人想隐瞒一些事情，也会更容易。而且，由于缺少中央结算，信用违约掉期产品可能会层层堆积起来。

让我们看一个简单的例子。A向B购买了信用保证，B稍后从C那里购买了信用违约掉期并赚了钱（请留意，此时A实际上持有了C的头寸，除非当C的CDS违约时B也要承担风险。哪怕是一个简单的CDS交易也会产生大量的敞口和交叉风险敞口）。在危机来临时，没有人知道别人手里有什么样的风险，使得银行此时不愿意去做CDS交易。像蜘蛛网一样复杂交错的CDS头寸和对冲使得确定净风险敞口变得几无可能。如果CDS的发售方不能购买CDS去对冲他们手中的头寸（而且他们也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

知道对手方的情况），他们就不会想去销售CDS，导致市场在危机中趋于冻结状态。

CDS的其他两个特点也很重要：隐含的道德风险和收益的不对称性。由于发行人的下行风险被人为限定了，所以存在鼓励过度发行的道德风险（可能导致CDS市场总容量过大）。CDS的收益结构也并非常见：债券违约的情况并不多见，意味着在绝大多数情况下，发行人可以轻松地赚到手续费收入。尽管发生违约的情况极其稀少，一旦发生，意味着发行人损失了一笔财富。

银行需要资金支持其CDS交易部门。在正常时段，银行想销售的CDS的价值取决于从别处回购同样CDS的成本（买卖价差）。信用违约掉期的交易受限于银行选择为CDS交易分配的资金量，这个数量在危机条件被触发时会显著减少。如果银行采用了风险价值（VaR）评估系统的话，风险经理会在CDS价格波幅增大时，请求更多的资金。在CDS市场上，不存在最后贷款人或类似联邦储蓄保险公司（FDIC）这样的机构。

假想的时间线

危机起于一个大型债券违约事件，引发了一场小型恐慌。一些幸运地持有CDS的空头仓位的机构，试图买入以支撑CDS，但是有关违约的消息已经通过CNBC和彭博社不胫而走。半天之内，一两只CDS的流动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

性就枯竭了。那些急于脱手CDS的人不惜以任何可以成交的价格出售，但是没有人接盘，有价无市。为何市场无法出清？因为银行已经开始从CDS部门撤走资金。管理层告诉交易员尽快把账上的东西处理掉，而不是增加新的头寸。不管在哪个价位，即便是好客户，他们也不会开新仓位。

次日，所有CDS交易者都试图减少自己的头寸。银行的风险价值评估系统根据CDS产品不断增大的波幅和关联性，发出要求银行为CDS交易分配更多风险资金的信号。而银行管理层想的却是把资金往回收，所以流动性枯竭了。一些发行人只能以极高的价格买回之前发行的CDS。到期的CDS不再续期，市场很快冻结了。

第三天，有谣言传出某家大型CDS发行人陷入困境，银行股开始下跌。甚至连那些好银行都被怀疑：它们持有那些CDS产品？没有人知道。CNBC抱怨银行首席执行官不接受采访公开说明他们持有的头寸，没有减少不确定性。CNBC不知道的是，其实这些首席执行官也不清楚手中持有多少风险敞口。他们的会计师们正夜以继日地加班处理那些账目。债券投资人，他们采用了更多的杠杆，试图清仓。他们手中可能持有好的债券，但是失去了CDS的保护，他们的头寸就显得大而危险，而且他们也能看到CDS市场正在枯竭。利差爆仓，股市快速下跌，美国国债价格极速上涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了第四天，美联储在紧急召开电话会议之后，将基础利率下调了50个基点，并通知银行贴现窗口已经打开。每个银行的后台部门都在抓紧时间计算谁欠了谁多少。不久后，一位参议院出现在国会山的台阶上对记者抱怨道："我们怎么可以在没有监管的情况下让市场发展得如此之大、如此脆弱呢？"《华尔街日报》社论解释了为什么没有监管就是最恰当的监管。《纽约时报》提出了相反的观点。在一两家银行以萝卜、白菜价贱卖了自己之后，有关CDS和其他一些金融工程产品的监管条例出台了。

2006年6月26日

尾声：两年后

之前发生的事情只不过是个小插曲，但却透露出一个清晰的信息：银行期望将自己的风险转嫁给别的银行和投资者，因而它们对于信贷风险越来越不在意了。CDS危机不难想象，它起始于一个大型CDS的违约，可能由此拖垮一两家对冲基金甚至一家资本规模较小的银行。继而引发多米诺骨牌效应，导致一连串的违约，这几乎必然会导致一场21世纪的银行业恐慌。实际上，此处所讲的风险问题，在很多金融工程产品上也存在。而在2007年年底和2008年年初，也确曾发生过危机。但那场风波没有摧毁市场，因为没有大的发行人违约。假如贝尔斯登就是那个发行人的话，如果它违约，将会导致对冲头寸遭遇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

剧烈的无法对冲的结局，在错误的时点形成裸露的风险敞口。更糟糕的是，它无法通过与其他银行交易而将CDS的风险转嫁出去，如果一家银行的风险敞口是未知的，那么没有银行愿意充当它的交易对手方。

尽管如此，无论是CDS市场还是其他金融工程产品，都不可能逃避美联储和其他监管机构的管理。结构产品和CDS是摇钱树，交易员会想尽办法鼓动人们去买卖CDS，而且交易量会达到他们认为自己能够处理的极限。CDS的发行人和价外期权的销售者具有同样的收益特点：小而稳定的收入，但偶尔会遭遇灾难性的损失。

信用违约掉期就是一种置身于美联储和证交会监管之外的金融工程产品。监管机构遵循的是完全过时的监管规则。当美联储在1913年成立的时候，谁能想象出CDS呢？我们已经描述了一种产品的失败是如何导致了那种我们自以为早在一个世纪以前已被解决了的金融恐慌。新的金融工程产品的成就是伟大的，但它们不应该存在于监管真空状态中。无论是对金融界还是实体经济，这种风险都是极大的。有必要恢复和保持20世纪大多时候形成的金融体系的信任基础，新的金融工程产品在监管边缘的交易正在侵蚀这个基础。

2008年6月30日

李R.托马斯三世是宏观对冲基金——福林特洛克全球投资的首席投资官。在加入福林特洛克之前，托马斯博士是阿尔法愿景资本和愿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

景基金集团的首席投资官，该基金是安联全球投资集团旗下的的全球宏观绝对回报产品。在此之前，托马斯博士担任太平洋投资管理公司（PIMCO）的董事总经理和首席全球策略官。在任职PIMCO之前，它曾在英威斯特、汉鼎、花旗和高盛工作。托马斯博士取得了美国杜兰大学授予的经济学学士和博士学位。

[1]愤世嫉俗的经济学家也许可能会说，这类金融产品将风险转嫁给了那些最不可能懂得这些的人。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录B　谁控制着流动性

李R.托马斯三世（福林特洛克全球投资）

简介

我们可以粗略地把20世纪和半部金融史分成三个阶段。第一阶段，1865～1913年，大部分信用都表现为银行贷款形式，银行未受到监管。主要是因为这一阶段出现了频繁的流动性危机，所以在1913年成立了美国联邦储备委员会。第二阶段从1913年开始，大概持续到70年代，大部分信用仍在银行或者储蓄贷款银行里。除了大萧条时期，如果把这个大灾难刨除在外，很少发生银行危机，直到储蓄信贷银行不再受到监管。最近阶段的情况完全不同。银行仍旧控制在美联储手中，但是作为金融创新的明显成果，债券和衍生品市场已经夺走了银行贷款的地位，极大地削弱了美联储控制信贷增长的权力。其他监管机构也没有及时监管新的金融产品。基于这个原因，现代阶段与第一阶段（1865～1913年）类似，信用创造是未受监管的，而金融市场依旧不稳定。

流动性定义

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性是一个模糊易变的概念。约翰·斯图尔特·穆勒用一句话很好地总结了这种情况，“信用功能已经成为政治经济学中引起最多误解和混淆的一个主题”。让我们在开始使用这个术语之前，先对流动性加以定义。

流动性就是指一项资产在可预期的价格上转变为现金（变现）的快慢。

然而，这个术语已经演化成了完全不同的东西。一些常见的现象，诸如“流动性正在驱动资产价格走高”与我们所定义的流动性并没有关联。按照现代金融市场的行话，让我们重新把流动性定义为快速购买商品、服务、资产或类资产而获得的信用。所谓“类资产”是指那些并非严格意义上的资产，但是能够提供和资产类似的增值。一个例子是利率掉期，它本身并非是资产，却可以提供与债券利率同样的效果。另一个例子是标普500指数期货合约，其效果与购买指数成分股是一样的。

流动性的历史决定要素

从1865年统一的货币被创造出来，到1913年美联储成立，流动性一直都是由银行家的个人决策所决定。信用等同于银行家们愿意出借的东西，取决于他们期望持有的准备金数量。银行家持有准备金是源

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于其谨慎的作风，没有条例约束，所以流动性建立在银行家做好业务的想法。

如果银行家和他们的客户是不带偏见、平心静气的，那么美联储就没有存在的必要了。但是人类（银行家和客户）并非只是不带偏见地计算风险和回报，他们还具有动物精神。所以，从1856年到1913年银行恐慌频繁发生。由于今天的市场参与者比第一阶段的人们更倾向于成为战后经验的更好的学生，我们从经典参考书中选择了一些说法。西德尼·霍默和理查德·尤金·塞拉在《利率的历史》（A History of Interest Rates）（第3次修订版，罗格斯大学出版社，1996年，282页）一书中说：“1873年的恐慌引发了另一场大衰退……1884年发生了一次激烈的金融危机，伴随1893年的恐慌而来的是股票市场崩溃和600家银行倒闭。”作者接着简洁地总结道：

19世纪的后20年，在货币和银行系统发生了一系列的政治斗争。周期性复发的货币紧缺和丰裕，以及货币市场的巨大波动和频繁的金融危机，引起各方的不满（285页）。

1913年创立了美联储之后，流动性开始被管理。美联储控制了用于支撑银行系统债权的全部储备。如果银行创造出过度的流动性，就会触及美联储的信用上限，此时美联储可以轻而易举地收缩流动性。反之，如果银行创造的流动性不足，那么美联储可以通过提供更多的准备金或降低储备要求鼓励银行向系统内释放更多的流动性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流动性与宏观经济学

为了理解美联储是如何通过控制流动性来提供金融系统的稳定性的，对有关货币理论的简要回顾可能是有帮助的。

绝大多数市场参与者所受的教育是凯恩斯理论，这是学校提供的有关就业、利息和货币的唯一理论。然而，奥地利学派对近代历史的解释要优于凯恩斯学派，尽管这个学派并非经济学主流理论。但是这两个学派都受益于克努特·维克塞尔，是他强调了“自然利率”（他的说法）和“货币利率”（实际利率）之间的关系。维克塞尔认为，货币利率由经济的金融面确定，而自然利率由经济的基本面确定。资本的供求、储蓄和投资在自然利率达成平衡。资本的供给是储蓄，而需求则有企业家投资所获得的利润率确定。[1]如果实际利率低于自然利率（由于过度流动性），那么储蓄将减少，企业家通过贷款投资与资本品就能够获取超额利润。如今谈到在房地产或股权方面投资过度的流动性，很自然地意味着对投资品的主张。当实际利率低于自然利率的时候，泡沫就会生成，股票价格上涨，失业率下跌，通胀率也会被推高。

如果利率被设定在自然利率之上，那么相反的情况就会发生：储蓄者会存更多的钱，企业家投资的欲望降低；失业率提高，通胀减弱。商业周期可以用流动性的增减进行解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

凯恩斯采用维克塞尔经济理论对商业周期做了一个方面的解读，奥地利学派选择了他的另一面去解释金融泡沫和由此引发的危机。凯恩斯写的是关于经济衰退的理论。对凯恩斯而言，资本需求依赖于企业家对新投资所带来产出的评估，并非是某个客观的“生产函数”。如果我们假设自然利率是低的（也许是因为企业家对新资本投资的盈利性具有消极看法），而且利率不会降低到自然利率以下（著名的流动性陷阱），那么价格会下跌而失业率会上升，货币政策对于抹平波动很重要。

奥地利学派从另一个方向看到了危险。路德维希·冯·米塞斯和弗里德里克·哈耶克对维克塞尔做了补充，他们提出流动性泛滥会推动利率低于自然利率水平，继而导致更高的价格（通胀）。但是并非所有价格都会同时上涨。实际上，资本品首先受到影响，导致产生过量的利润，并推动经济领域的这部分股票价格上涨。在这个阶段，消费品价格可能还是稳定的甚至在下跌。按照冯·米塞斯的说法，“没有一种方法可以避免由信贷扩张带来繁荣之后引发的崩溃”。非奥地利学派的经济学家在20世纪20年代是非常乐观的，他们反对流动性充裕会影响物价稳定的观点。就在1929年股市大崩溃之前，欧文·费舍尔做了一个有关股价的著名的预测，他认为股价已经到达了一个永久的高平台期。相反的是，许多奥地利学派经济学家却预言股市将在泪水中结束。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

今日的奥地利学派

由于流动性过于充裕，现在很多事情的发展一如奥地利学派所说的那样。对于那些想搞清楚通胀的人来说，重要的是记住奥地利学派的说法，即物价上涨是在资产价格上涨之后的一个周期里发生的。而对于那些质疑既然美联储控制着银行流动性，为什么还出现过度流动性的人，答案可能是以下两个之一：①美联储提供了过多了流动性；②流动性是在银行体系之外创造的，所以美联储无法控制。对于前者，考虑美国银行同业市场拆借利率（federal funds rate）为一个百分点。根据我们的分析，后者是主要原因，正是金融创新意味着在美联储的控制之外产生了更多流动性。

当然，美联储依然监管着银行业，而且一般来说，银行的资产扩张能力也受制于银行体系的负债规模。然而，银行过去的常规做法是持有资产（银行贷款）直至到期，现在它们可以用证券化手段把资产卖掉。换言之，债市成为了银行信用的替代品。资产证券化意味着能够让银行迂回到美联储控制范围之外。[2]一旦贷款被证券化之后，市场上只留下了两个博弈者：债务人和投资者（持有贷款）。例如，抵押担保证券代表房主和投资机构的资产，但是借款人和出借方都不受美联储控制，由于美联储和商业银行的缺位，贷款的创造依赖于投资者（不是银行家）对持有证券化的贷款数量的审慎判断。比如，如果这些投资者愿意持有次贷出借方提供的所有东西，那么没有什么机制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以阻止他们这样做。流动性，作为创造贷款和相应资产的能力，丝毫未受到监管，这种情况就像是1913年以前的状况。

证券化不是弱化美联储控制流动性的能力的唯一一项创新。还有很多其他的金融工程工具游离于美联储的监管范围之外（见附录A）。让我们看看一位想通过杠杆工具持有股票的投资者手中的头寸。投资者以前只有两种选择，都受到监管。他们可以从银行借款，再投入股市，而银行在其资产负债表上必须有相应的准备金。另外一种是，他们可以使用保证金，这也是直接受到监管的。无论是哪种情况，都能将投资者置于监管之下。一旦监管当局认为出现了失控，他们可以及时出手制止。

让我们看看这件事情如果出现在当今异常发达的金融市场中，会是什么情况。那些准备采用杠杆工具的证券投资者，他们不再需要从银行借钱，他们只需买入一个证券期货合约，或者买入一个保证全部回报的掉期产品，或者买入期权即可。无论用哪种方法，商业银行都被隔离在交易之外，因此也有效地脱离了美联储的监管。用于购买期货合约或掉期产品的保证金额很小，因此很容易建立庞大的头寸并创造出充裕的流动性。即便美联储认为投机过度，最多能做的只是提高资金成本——同业市场拆借利率，该利率是管理现代复杂金融市场的有效手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当投资者只有少许资金却想买入债券时，情形是类似的。在过去，投资者不得不向银行申请贷款，让银行想办法满足其准备金要求。今天，这位投资者可以购买利率掉期产品、期权或者买入债券和票据期货。如果债权投机者对赌信贷风险的话，CDS就是一种备选的工具，而且美联储不对其进行监管。如果你指的流动性就是获取信用购买资产，或者使用非受监管的金融工程产品建立头寸（而同样的头寸在过去只能从银行贷款），那么我们金融市场的流动性可能是充裕的。美联储无法控制这种现象。甚至在美联储能够控制（至少理论上是）的金融体系里，资产证券化使得监管比以前更弱化了。美联储控制着银行间市场拆借利率和银行准备金率，这只是信用创造过程的一部分。由于创新给整个体系上了润滑油，美联储已经放弃了过程中的控制。

注意，例如，我们喜欢的一本书《利率的历史》里有一个20世纪晚期有关金融环境的一个非常奥地利学派化的说法：

人们本来以为，美国和其他地区的信用市场的大幅增长，以及市场技术和经济技能的改善提高，会带来更稳定的利率范围。但事实与此截然相反。更大、更有效率的信用市场服务了自由市场经济几十年了，但其提供无限量资金的能力被透支了（327页）。

我曾经赞同信用创造过程的监管由公众转交到私人手中。我认为一只看不见的手，要远比监管的铁拳管用。但是经验和历史说服我，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场像是患有狂躁抑郁症，从过度乐观会突然变为过度悲观。由于商业银行不再控制信用创造，美联储也无法有效管理商业银行，金融市场会越来越像赌场。这就是凯恩斯，作为一位非常成功的投机者和精明的全球宏观博弈家所描述的状况。

政策的影响

有争议的是，如果美联储控制信用创造过程的唯一的抓手，就不得不比以前更坚定地控制好这个抓手，哪怕是一点点轻微的触动都会引发广泛的影响。在这种情况下，我们可以期望联邦同业拆借利率会比以往出现更频繁的变化，也更有活力。很难忽略这样的事实，即近年来美联储一直在刺激经济，该机构认为有必要大幅降低银行间同业拆借利率。

自从半个世纪前菲亚特等企业引发了由供需状况决定银行储蓄贷款利率以来，金融技术的演进和美联储对于流动性失控已经大大加速了。我们身处奇异复杂的金融工具充斥的世界，但却受到古老的规则限制。因此，商业银行体系之外的金融危机有可能会更频繁地发生。

2007年4月4日

[1]凯恩斯曾经强调资本需求是由企业家认为他们能够从投资中赚钱而决定的，奥地利学派将其视为基于实际“生产函数”的一个已知变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

量，以强调货币因素的作用。

[2]而且，非商业银行机构也可以在美联储控制之外创造出流动性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录C　为什么全球宏观投资策略是未来的主流发展方向

李R.托马斯三世（福林特洛克全球投资）

全球宏观的投资策略，能使投资组合在不同的市场、产品、地域、空间、战略和技巧上充分实现分散化。我们经常可以听到这样的说法，分散化是金融界唯一的“免费午餐”。为解释这个问题，我们首先将利用一个简单的赌博模型来阐释对冲基金经理的操作行为，然后再转而分析多次博弈中分散化投资策略的数学影响。

单次下注的豪赌游戏

假设一个对冲基金经理每年只进行一次巨额下注的赌博性投资，并向投资人许诺年化10%的目标收益率。同时，我们也假设该基金经理的投资水平要高于平均——赢得这次赌博的概率是60%。为什么是60%呢？如果投资者可以重复多次向一张写着股票代码的纸上投飞镖，那么选择出正确股票的概率就应该接近50%。一个获利次数小于半数的基金经理将很快被客户抛弃，而获利概率为60%的基金经理将毫无疑问地处于业界排名的上游部分。尽管60%听起来并不是很高，但实际上，在近乎成熟的有效市场中，成功者和失败者的差别并不大，而且其业绩表现还经常仅仅取决于机会。过去的经验再次表明，市场是复杂多变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。在博弈中胜出并非轻而易举，因为市场价格集中地反映了有经验的投资者的智慧。

让我们回到那个单一赌博游戏中。如果一个基金经理在60%的时候做出了正确的决策，那么在剩余的40%的时间里，他所做的决策就是错误的。因此如果想达到年营利10%的目标，那么这场赌博的目标就应该是：在决策正确时营利50%，错误时损失50%。在60%决策正确的情况下，盈利50%；在40%决策错误的情况下，损失也是50%。如果我们年复一年地反复重复这一过程，那么我们期望的平均收益为30%（0.50×0.60），而预期的平均损失则为20%（0.50×0.40）。这样，我们就会得到10%的年平均收益（见图C-1）。

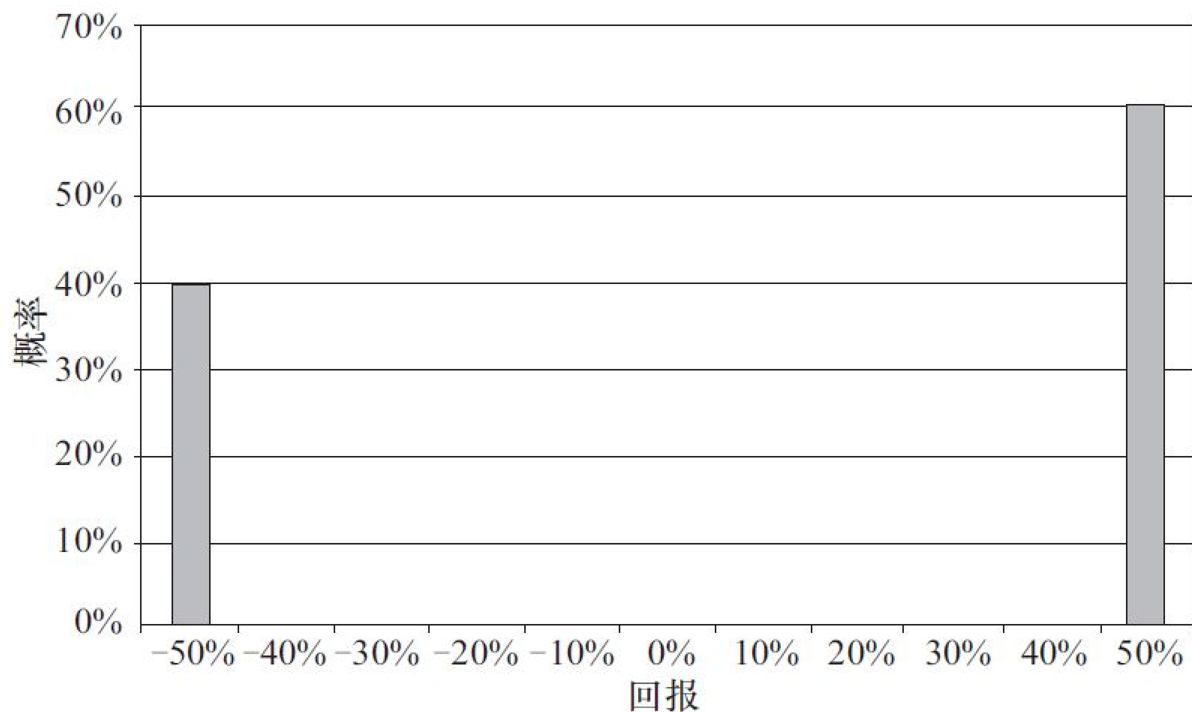


图　C-1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单次下注的盈亏分析

通常对基金经理的重要评价指标是夏普比率（也称为夏普指数）。夏普比率的计算公式就是，投资收益率减去无风险利率然后再除以投资收益的波动率。夏普比率也被称为“收益/波动”比率，它对评价经理人如何在控制每单位风险的前提下创造收益提供了可靠的依据。夏普指数也为基金经理之间的横向比较提供了依据。他们通常会努力使夏普指数至少达到1.0，从而使得收益与风险达到平衡。夏普指数高于1.0的基金经理会吸引投资者的兴趣与青睐，而夏普指数小于1.0的基金经理人则无法得到客户的认可。

在豪赌游戏的例子中，在收益波动率大概为50%的时候，当无风险利率为5%时，夏普指数大约为0.1[1]。同时，投资者当然会对收益为50%的好年景相当满意，但他们不太可能会容忍损失50%还继续持有该基金，直到达到年均10%的收益。总而言之，如果一个基金经理人以单一赌局的方式进行投资，他在短时间内可能会有好运；但时间长了，运气就靠不住了，而他最终将会被投资者淘汰出局。

基金经理通过提高一次赌博的成功来提高夏普比率，这在有效市场很难做到。他们可以采用在决策正确的下注中收益更高（高于50%），而在失误的下注中损失更少（低于50%）的方法来提高夏普比率；但长期而言，在一个成熟的市场中，做到这一点也同样是困难

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。那么，基金经理怎样才能有效提高夏普比率呢？在基金经理技能水平相同的条件下，提高夏普指数的方式就是进行“投资分散化”。

多次博弈投资组合方法

假设基金经理依旧以年化收益率10%作为经营目标，那么此时，比平均水平稍强的基金经理可通过增加一年中下注的次数来提高夏普比率。关键在于，这些下注的筹码必须是各自独立的（比如互不相关）。如果把参加赌博的次数仅仅从1提到5，那么每次下注的平均头寸则可从50%降低到10%，而此时年收益率还是可以达到对投资者10%的许诺。

在平均赔率是10%的情况下，基金经理在吉星高照的情况下，如果5次赌博都决策正确，可以达到年收益率50%，但此时年收益率达到50%的概率是8%（0.605=0.0776）。同时，在特别倒霉的年份中损失50%本金的概率却只有1%（0.405=0.0102）。显而易见的是，在多次下注的分散化投资组合中，损失50%资本的概率只有1%，大大优于在单一赌博中40%的概率。

在对5次下注做了情景分析之后，我们可以发现，收益曲线会呈现一个典型的正态分布，并向正收益的方向偏移。而且，在大多数情况下，收益曲线恰好在对投资者承诺的收益率10%处聚集（见图C-2）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

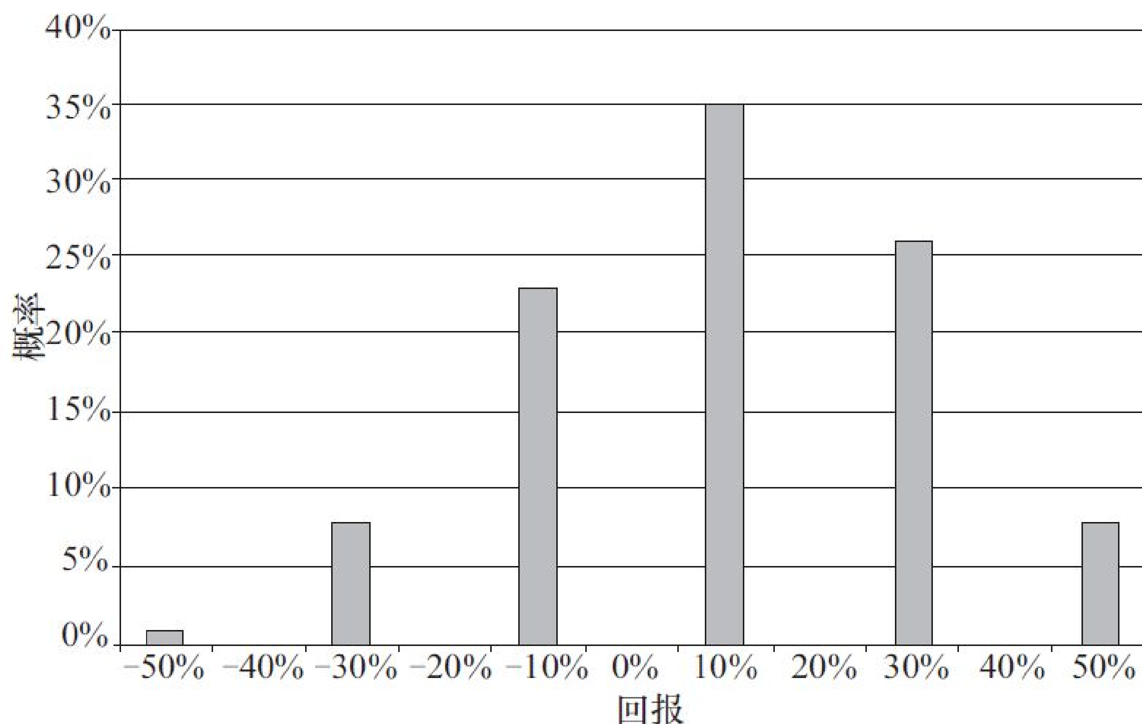


图 C-2

多次下注的盈亏分析

观察多次博弈的操作表现，我们可以发现这种投资策略的波动性约为20%，产生的夏普比率约为0.25。虽然乍看起来这些数据并不是特别令人印象深刻，但与单一下注的业绩只有0.1的夏普比率相比，还是得到了显著的提高。而且，两种投资战略都提供了10%的年收益率，但多次下注的收益波动性要小得多，因此其夏普指数更高。总之，能够提供稳定收益的多次下注的分散化投资策略，将会吸引更多的投资者持续地持有基金。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如何得到出色的风险调整后的收益

以上分析表明，仅仅将下注次数从1提高到5，比平均水平略高的基金经理就可以大幅提高收益的质量。类似地，如果抓住适当的机会，每年都持续提高下注次数（但每次下注仍然互不相关），就可以大幅提高基金的夏普指数，并有可能通过降低波动率而达到梦想中的1.0。

要实现这个过程的困难是，每次下注的投资回报不但必须要求比平均值要好，而且还要求是相互独立的。例如，一个对冲基金经理可能同时做多泰国和印度尼西亚的证券市场，并认为这两个市场是相对独立的。但事实上，这两个市场却可能是高度相关的。因此，这两个投资应该仍被认为是一个单次的下注游戏——做多东南亚股票市场。要找到高质量的互不相关的不同市场并不容易，所以，是否具有寻找收益比平均水平高而且互不相关的多个下注机会的能力，成了明星基金经理从众多普通经理中脱颖而出的重要参考标准。因此，要想成为明星经理，恰当的“投资分散化”应成为其操作策略的重中之重。

我们所说的“分散化”概念，已与传统的定义相去甚远。它代表的是多方面、多层次的分散，而在全球宏观的投资策略中，对分散化的灵活控制是十分重要的。全球宏观基金经理可根据各种各样的产品、不同的地理区域和战略，在寻找市场无效率和投资机会的过程中

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自由地尽情发挥分散化投资组合策略。这里，我们将大体上解释一下为什么全球宏观投资策略是建立分散化投资组合的最佳策略。

资产类别和金融产品

对于一个全球宏观对冲基金经理来说，找到分散、独立的好机会的最简单的方法，莫过于在不同的资产类别，以及相同资产类别中不同的金融产品之间交易。全球宏观经理人会时刻监察着利率、股票、现金、商品和地产，并关注每一资产类别中的一系列产品。不管是现金、实物商品、期货、衍生产品还是直接投资，关键是对资产种类的选择不要人为加以限制。比平均值好的下注机会在市场中十分稀少，并且由于一些基本面或技术面的原因，这样的投资机会在某些具体时段只出现在某些金融产品上，而不是其他所有金融产品上。因此，作为全球宏观基金经理，应该一直关注所有资产类别和所有金融产品的无效性，不要事先自我设限。全球宏观对冲基金的本质决定了，资金可以投注在任何资产类别的任何金融产品上，从而使全球宏观基金经理可以最有效地利用市场任何一个可能的无效性而赚钱。

地理因素

全球宏观对冲基金经理，也可通过对不同地理区域的投资实现分散化。如果将可投资的国家数目翻倍，那么找到互不相关的投资机会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的概率会呈几何级数增长。在国内、国与国之间、区域内和区域之间，收益互不相关的投资机会就会大量出现。这些投资机会和潜在的机会是如此之多，以至于要持续地关注它们并准确地甄别出它们，需要花费相当多的时间和精力。但这样广的选择范围，也为全球宏观对冲基金经理找到那些收益比平均水平高而又相互独立的投资提供了更多机会。

策略因素

许多对冲基金坚持某种具有自身特色的投资策略。在资产管理领域，提高专业化和特色化也是多年来的发展方向，这使得投资人对基金经理的投资风格有更多了解的同时，也促使其通过差异化策略来吸引更多的客户资金。从既定的投资风格中转变，在业内被称为“风格漂移”，这在过去并不被市场所认可。但对于全球宏观对冲基金经理来说却恰恰相反，他们在不同投资类别中不断地灵活转移并乐此不疲。因为所有转移都是在全球宏观经济的大环境下进行的。全球宏观对冲基金经常雇用有不同投资风格和技巧的操盘手、分析师和团队，以得到相对独立的不同视角的观点。基本面分析、技术分析、相对价值、套汇、自上而下法、自下而上法、量化分析和做多/做空，只是全球宏观对冲基金经理所面对的不同风格与策略中的几种技巧而已。对于首席投资官而言，关键是他要对所有这些不同的策略和技术有基本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的了解，这样才能够综合评估并整理归纳这些不同的操作建议，并将其转化为可投资的具体交易，从而确定最终的投资组合。

结束语

总的来说，尽管“分散化”可能不是一个新颖、吸引人的标题，但它绝对是行之有效、赚钱的好办法。当然有时候，总会有艺高胆大的对冲基金经理，通过一个相对集中的投资组合获得了非常不错的投资收益。然而，从长期来看，想要持续地获得高收益，就只有进行分散化的精明投资。全球宏观投资策略的本质思想决定了它可以提供这样的分散化。因此，想要持续获得出色的风险调整后收益，采用全球宏观投资策略是一个可行之道。

[1](10-5)/50=0.1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

附录D　寄语投资者：一个关于全球宏观策略的注解

约瑟夫拉斯（对冲基金研究公司创建人、董事长）

李R.托马斯博士在附录C中借助于对一些数学模型的精彩描述，向我们展现了全球宏观投资策略现在已经更多地演变成融入全球微观投资风格的策略。虽然他尽可能地让这个演变过程听起来通俗易懂，但事实上，全球微观投资要求找到多个好于平均水平而又相互独立的筹码，这在实际中是很难做到。在我与许多全球宏观基金经理的交谈中，一个反复被提到的无法回避的主题就是，现在市场上容易发现的好的投资机会正在减少，这影响了所有投资策略的发展。

在当今这个全球化的相互联系的世界里，很难再发现完全不相关的市场。同样，收益率曲线的平坦化和各个市场的波动性总是很低，这进一步减少了绝对收益的投资机会。但是，正如马尔科·德米特里耶维奇所说，稳定和低波动的时期可能只会是一个短暂现象。实际上，长时间的稳定之后总是伴随着极度混乱的局面。因为在这个“安全”的时段里，许多金融机构或基金公司大胆地建造了很多具有杠杆效应的仓位，但是，一旦出现经济形势变化，就会出现因投资迅速转移或急速退出而带来严重的资金瓶颈问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当前，全球一些地区的很多重大经济失衡现象正在恶化，中央银行家、政客和其他政策制定者开始意识到，事情可能正在变得十分危险且濒临失控。房地产泡沫、国别间贸易赤字和顺差严重不均衡，以及不稳定的全球货币体系，与其他外部不稳定因素（比如恐怖主义和自然灾害）交织在一起，使得全球经济与金融环境异常脆弱。但是随着不确定性的发生，投资下注的机会也就来了。

历史上，在类似这样的稳定时期，全球宏观基金经理管理的可分配资金会减少。然而，这也通常被证明是全球宏观投资的最佳时期。当前对全球宏观基金管理人来说是个获利的理想时期。面对着一系列可能发生的严重问题，如经济的失衡状况、房地产泡沫的破灭、股票最终向其历史均值水平的回复、美国赤字问题的恶化、现存的货币体系濒临瓦解，以及全球市场一体化进展缓慢，新任美联储主席本·伯南克采取的求助政策。这些正是全球宏观基金管理人梦想中的情景，他们能够敏锐地抓住全球宏观形势变化的每一个细节，并快速地把资本配置到最有可能赚钱的地方去。

再次重申，我们很难准确定义全球宏观投资策略，因为它灵活的要素风格转换和灵活性，允许基金经理在面临危机时能够随机应变。然而，基金经理能够在市场发生扭曲时，迅速地配置其资金并大赚一笔，这也是为什么全球宏观基金经理这个群体，应该纳入投资者和资产管理者的投资对象的原因之一。全球宏观基金的历史业绩表现一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很好，特别是在市场混乱的时期，以及当其他投资策略和市场参与者都束手无策的时候。同样，把全球宏观对冲基金策略加入任何资产组合，可以起到对冲与分散风险的作用，进一步有效地降低风险。

基于其独特性和灵活性，宏观对冲基金可提供一个宽的回报率范围。例如，在2005年，全球宏观对冲基金收益率从-8%～57%之间不等，不同基金之间的差异较大。因而，投资者在把钱投给不同的全球宏观对冲基金时，投资分散化就显得格外重要。

托马斯博士所说的在全球宏观和微观交易中要进行分散化的投资办法，大体上也是投资人把资金交给全球宏观对冲基金时应该采用的方法。一些有较多策略的宏观基金经理有足够的宽度和深度覆盖所有市场，而另一些经理则有自己独特的操作技巧——利用不同的方法，专注投资基于几个不同产品、区域和时间结构的由互不相关的筹码构成的投资组合。与此同时，投资者应该多关注于那些能证明他们有能力在中长期内创造更高投资回报率的基金经理，而少去担心一个基金经理在短期内的收益波动。在投资组合的思想框架下，投资者将资金分配到投资风格不太相关的不同全球宏观对冲基金中，可以显著地降低投资收益的总体波动性。

综上所述，全球宏观投资策略几乎可为任何一个组合提供赚钱机会。它对混乱市场形势的有效处理，使得它在当今这个不确定的世界中特别具有吸引力。正如克里斯蒂安·西华约所说：“这或许是一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辩证的矛盾——经济越是混乱和衰退，我们的业绩表现反而越好，宏观基金经理总是在世界经济滑坡时表现更好。从某种意义上说，这是一个伟大的对冲。”

希望本书对全球宏观对冲基金经理访谈，能够有助于你加深对全球宏观基金经理工作性质与工作内容的理解，从而有助你做出更加见多识广、深思熟虑以及创造能赚更多财富的投资决策。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致谢

几年前，我对自己说，如果下次我再说出“他们应该如何如何”这样的话，我会停下来，如果需要，我会亲自去做那件事。当“他们应该有一本有关全球宏观对冲基金的书”的念头浮上脑海时，我抓起笔开始动手写作，于是就有了本书。

在本书从构思到启动采访，再扩大到起初没预料到的更大的范围的过程中，有非常多的人为我提供了协助、指导和重要建议。尽管在这里我无法逐一列出所有人，我希望可以用恰当的方式表达我对每一个提供了帮助的人的真诚感谢。

我首先要感谢那些接受我的采访，并花费宝贵时间将他们的想法和观点无保留地用录音设备记录下的基金经理。大部分受访者从这项工作里得不到任何报酬，他们的基金已经不再对外部投资者开放募集资金了。鉴于主流媒体将关注点经常放在误导对冲基金业的报道上面，他们认同我的观点，现在应该拨乱反正，恢复事情真相了。本书的内容都来自他们自己的话，经过他们的编辑，是他们自己的书，我很荣幸能够参与其中。

本书采访的对象无法包括每一个顶级宏观对冲基金经理，但他们确实是可以代表全球宏观业的一群成功的基金经理，我认为通过他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以准确地刻画出整个行业的状况。因此，本书没有纳入的基金经理，只是受篇幅所限的原因，并不意味着其他含义。

每一位受访的基金经理都通过具体方式扩展了我对这个行业的理解，然而其中有一位是在我第一次交谈时，就对我的职业发展倾注了个人兴趣的人——吉姆·莱特纳。作为资本市场收获颇丰的攫取者，他在其他很多方面都是慷慨的付出者：在德意志银行时，他是我的一位耐心大度的客户；他第一个推荐我去联系我的搭档——安德森；为卓布尼全球咨询公司的咨询业务的发展提供指导；更加难能可贵的是，他亦师亦友地在全球宏观对冲基金和我们的咨询业务两方面提供帮助。吉姆是接受专访的第一位受访基金经理，这本书从构思到完成，他都倾注了很多心血。

我要感谢许多为我们安排采访、提供背景资料以及为这个项目提供了各种协助的朋友。按姓氏字母顺序排，他们是：迈克尔·巴里、尚·比尔、约翰·布莱迪、赛布·卡拉波罗、杰森·卡培罗、桑德拉·迪塔莉亚、涅尔·弗格森、米盖尔·福布斯、布鲁斯·吉布尼、简·翰布林（£3）、拉尔夫·胡、布里安·玛迪斯、本·梅耶、马克·麦克罗南、蒂姆·密斯特尔、杰森·拉兹、雅斯闵·奥卡利、迈克尔·奥尔、乔施·罗森堡、彼得·萨萨基、芭芭拉·斯陶希、嘉里·萨顿、艾里克·文森特、索尔·瓦克斯曼、戴安娜·韦伊和海尔穆特·韦玛尔。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了让本书看上去更完美，许多人付出了大量心血，阅读和编辑了这些采访稿。我要特别感谢戴夫·伯里、布里安·考迪奇、罗宾·戴维斯、安德斯·卓布尼、唐·卓布尼、马丁·凯纳、扎克·凯纳、马努·库玛尔、帕特里克·萨文布拉特、李R.托马斯三世、沃尔特·托马斯、帕梅拉·万·吉森，以及出版社的员工。我非常感谢本书的责任编辑约翰·玻纳科塔，为了这本书他可以随时放下手中的工作，如果没有他，这本书难以顺利完成。

我还要感谢卓布尼咨询公司的同人，正是大家的努力才使得这种互动研究和会议成为了一种独特的商业模式。我还要顺理成章地将我最真诚的感激给我的生意搭档和好友，他是魔术师和市场高手，一个有时难以相处却聪明绝顶的人——安德森·卓布尼博士，他让本书的面世过程成为了一个狂野、刺激有趣的旅途。

我要感谢的还有在本公司业务从小到大，在我的职业生涯中提供了巨大帮助的朋友们：柯南·阿图尼斯、扎尔·阿罗莉亚、巴里·玻萨诺、吉兰·卡瓦纳、马克·科恩、格拉汉姆·顿肯、彼得·厄利、克里斯蒂安·艾克肖、阿德里安·菲尔邦、凯文·吉布林、克里斯·戈曼、斯蒂夫·格里高尼克、拉希德·胡斯纳利、比尔·劳顿、凯文·勒考克、安德鲁·玛什、乔·尼古拉斯、戴维·奥康纳、克里斯蒂安·潘多费诺、克里夫·帕皮什、麦克·莱弗利、蒂姆·拉斯托、葛莱格·基比斯基、克里斯·斯密斯、斯蒂夫·所罗门、马克·斯特洛

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

姆、雅伊·苏昆塔邦、詹姆斯·塔尔、吉姆·图尔利、斯蒂夫·特纳和鲍比·弗德拉。

在此我想感谢我的父母唐和苏茜，我的姐姐帕伊戈，我在艾奥瓦州茂伊和威尔士的亲戚们，他们给予了我很大的支持。最后，我要感谢我的妻子克莱尔，作为我最大的支持者，她让我得以全心全意地完成了这部作品。

史蒂文·卓布尼

曼哈顿比奇，加利福尼亚州

2006年1月